

informe anual

1994

BANCO DE ESPAÑA

Madrid 1995

Abreviaturas y signos utilizados

- mm Miles de millones de pesetas.
- p Puesta detrás de una fecha [enero (p)], indica que todas las cifras correspondientes son provisionales. Puesta detrás de una cifra, indica que únicamente esta es provisional.
- T_j^i Tasa de la media móvil de i términos, con j de desfase, convertida a tasa anual.
- Ø Referido a datos anuales (1970 Ø) o trimestrales, indica que estos son medias de los datos mensuales del año o trimestre, y referido a series de datos mensuales, decenales o semanales, que estos son medias de los datos diarios de dichos períodos.
- ... Dato no disponible.
- Cantidad igual a cero, inexistencia del fenómeno considerado o carencia de significado de una variación al expresarla en tasas de crecimiento.
- » Cantidad inferior a la mitad del último dígito indicado en la serie.
- *
- Indica que la serie se refiere a datos desestacionalizados.

Índice general

	<i>Páginas</i>
CAPÍTULO I	
RASGOS BÁSICOS	
I.1. Introducción	9
I.2. La sostenibilidad de la recuperación	16
I.3. El objetivo de estabilidad de precios y la autonomía del Banco de España.	19
I.4. Perspectivas	22
CAPÍTULO II	
EL CONTEXTO EXTERIOR: EVOLUCIÓN ECONÓMICA INTERNACIONAL	
II.1. Introducción	27
II.2. Los grandes bloques de la economía mundial.	29
II.2.1. Resultados económicos	29
II.2.2. Políticas económicas	32
II.3. Los países de la Unión Europea.	36
II.3.1. Resultados económicos	36
II.3.2. Las políticas económicas	38
II.4. Los mercados monetarios, cambiarios y de deuda.	39
II.4.1. La evolución de los mercados de bonos.	40
II.4.2. La evolución de los mercados de divisas	42
II.5. Otros países	46
CAPÍTULO III	
LA ECONOMÍA ESPAÑOLA	
III.1. Demanda.	51
III.1.1. Demanda nacional.	51
III.1.2. Demanda exterior.	59
III.2. Producto y empleo.	63
III.3. Precios.	70
III.3.1. Los costes y la formación de precios	70
III.3.2. La formación de precios en las ramas productivas	74
III.3.3. Los deflatores de la demanda final	80

CAPÍTULO IV

LAS POLÍTICAS MONETARIA Y FISCAL Y LOS FLUJOS ECONÓMICOS Y FINANCIEROS

IV.1.	Introducción	87
IV.2.	Las políticas monetaria y fiscal	93
IV.2.1.	Los Presupuestos Generales del Estado para 1994	93
IV.2.2.	La programación monetaria para 1994	94
IV.2.3.	La ejecución de la política fiscal	95
IV.2.4.	La ejecución de la política monetaria	99
IV.3.	Los agregados monetarios y los mercados financieros	102
IV.3.1.	Los agregados monetarios y crediticios	102
IV.3.2.	Los mercados monetarios y de valores	107
IV.3.3.	La actividad bancaria	115
IV.4.	Los flujos económicos y financieros	121
IV.4.1.	Renta, ahorro y financiación de las empresas y las familias	121
IV.4.2.	Ahorro y necesidad de financiación de la economía: la balanza de pagos ..	129
 BALANCE Y CUENTA DE RESULTADOS DEL BANCO DE ESPAÑA		135
ANEJO LEGISLATIVO		141
ÍNDICE DE CUADROS		161
ÍNDICE DE GRÁFICOS		163
ÍNDICE DE RECUADROS		165

CAPÍTULO I

RASGOS BÁSICOS

I.1. INTRODUCCIÓN

En 1994, la economía española se adentró en una senda de progresiva recuperación, que transcurrió paralela a la de los países de Europa continental, incorporándose a la fase de expansión cíclica que se había iniciado en Estados Unidos, el Reino Unido y otros países anglosajones, entre 1992 y 1993. Las tasas de crecimiento del producto fueron positivas en 1994 en los principales países industrializados, por primera vez desde 1989, al tiempo que los ritmos de inflación continuaron convergiendo hacia valores más moderados. La tasa de paro prosiguió su descenso en Estados Unidos y tendió a estabilizarse en la mayoría de los países de la Unión Europea (UE), donde ha alcanzado, sin embargo, niveles muy elevados. Los saldos por cuenta corriente reflejaron una persistencia de los desequilibrios entre las tres grandes áreas: continuó aumentando el déficit estadounidense, se mantuvo el abultado superávit japonés y se amplió ligeramente el pequeño excedente de la Unión Europea.

El inicio de la recuperación en Europa no impidió, sin embargo, que continuaran las tensiones en los mercados financieros. Los precios de los bonos registraron una intensa caída en todos los países industrializados, que corrigió el fuerte aumento de 1993 —posiblemente excesivo— y reveló la aparición de síntomas de desconfianza sobre el curso futuro de la inflación y sobre el cumplimiento de los planes de consolidación fiscal, especialmente en algunos países. El ascenso de las rentabilidades a largo plazo fue superior en los países con menor tradición antiinflacionista, mayores desequilibrios presupuestarios y cuyos tipos de cambio se habían depreciado recientemente. El Sistema Monetario Europeo (SME) —que había mantenido una cierta estabilidad tras la ampliación de las bandas de fluctuación en el verano de 1993— experimentó nuevas tensiones a finales de 1994 y principios de 1995, como consecuencia de la acusada debilidad del dólar en dicho pe-

ríodo, agudizada por la incidencia de los problemas internos de algunos países. España se ha encontrado entre los países más afectados por estas turbulencias.

La mejora de la situación económica en España durante 1994 y los primeros meses de 1995 fue nítida en lo que se refiere a la reanimación del ritmo de crecimiento, a la secuencia seguida por la incorporación de los distintos componentes de la demanda y a la finalización del largo y pronunciado descenso del nivel de empleo. El ritmo de crecimiento del producto fue del 2 %, frente a una caída del 1,1 % en 1993. La recuperación estuvo basada en las exportaciones y en la inversión, por el lado de la demanda, y en la actividad de las ramas industriales, por el de la oferta. Sin embargo, han seguido registrándose algunas ineficiencias y desequilibrios que todavía amenazan la consolidación de un crecimiento sostenido y estable. El relanzamiento de la actividad productiva no fue suficiente para que aumentara el nivel de empleo en el promedio de 1994 —aunque su tendencia descendente se invirtió en el transcurso del año— y se incrementó ligeramente el déficit de la balanza por cuenta corriente, a causa de la ampliación del déficit comercial y de los mayores pagos de intereses y dividendos al resto del mundo. El descenso de la tasa de inflación fue inferior al que se esperaba, pues la desaceleración salarial no se transmitió plenamente a un menor aumento de los precios finales, y el déficit público, en fin, se redujo solo en los 0,8 puntos porcentuales del producto interior bruto (PIB) que se habían programado, a pesar de que la expansión nominal de la economía fue considerablemente mayor que la inicialmente esperada.

La recuperación de la economía española fue ganando fuerza a medida que transcurría 1994, y la actividad productiva acabó el año expandiéndose a un ritmo mucho más vivo del que se había previsto, impulsada principalmente por las exportaciones, que continuaron cre-

Principales agregados macroeconómicos
Tasas de variación real

	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994
Consumo privado	5,8	4,9	5,7	3,6	2,8	2,1	-2,0	0,9
Consumo público	8,9	4,0	8,3	6,6	5,6	3,7	2,3	0,2
Formación bruta del capital	15,0	15,3	13,1	6,5	1,2	-3,5	-13,9	0,5
Capital fijo	14,0	13,9	13,6	6,6	1,3	-4,1	-10,5	1,0
Construcción	9,9	12,4	15,3	10,4	4,0	-4,8	-6,6	1,2
Bienes de equipo y otros	20,5	16,0	11,3	1,2	-2,8	-3,1	-17,0	0,6
DEMANDA NACIONAL	8,1	7,0	7,8	4,8	2,8	1,0	-4,1	0,7
Exportaciones de bienes y servicios	6,3	5,1	3,0	3,2	7,9	7,3	8,3	17,7
DEMANDA FINAL	7,8	6,7	6,9	4,5	3,6	1,9	-2,0	4,1
Importaciones de bienes y servicios	20,1	14,4	17,3	7,8	9,0	6,9	-5,1	11,0
PRODUCTO INTERIOR BRUTO								
A PRECIOS DE MERCADO	5,6	5,2	4,7	3,7	2,2	0,7	-1,1	2,0
PRO MEMORIA:								
Empleo total (% variación)	4,5	3,4	3,4	3,6	0,6	-1,2	-4,0	-0,9
Remuneración por asalariado (% variación)	6,7	7,1	6,4	8,7	8,2	9,3	6,8	4,1
Índice de precios de consumo								
(tasa media anual)	5,3	4,8	6,8	6,7	5,9	5,9	4,6	4,7
Deflactor del PIB (% variación)	5,8	5,7	7,1	7,3	7,1	6,7	4,4	4,1
PIB nominal (% variación)	11,8	11,1	12,2	11,3	9,5	7,5	3,2	6,2
Gasto público (% variación)	8,7	11,4	16,2	14,2	13,6	9,9	10,7	3,2
Déficit público (% PIB)	-3,1	-3,3	-2,8	-4,1	-4,9	-4,2	-7,5	-6,7
Deuda pública (% PIB)	45,5	41,7	43,2	45,1	45,8	48,4	60,4	63,0
Tasa de ahorro nacional (% PIB)	21,6	22,6	21,9	21,7	21,0	19,1	18,9	18,5
Tasa de inversión nacional (% PIB)	21,5	23,7	25,1	25,4	24,6	22,7	19,9	19,7
Saldo balanza corriente (% PIB)	0,2	-0,9	-2,9	-3,4	-3,0	-3,0	-0,4	-0,8
Oferta monetaria (ALP)								
(% variación, DIC-DIC)	15,7	13,8	13,4	12,6	10,8	5,2	8,6	8,2
Tipo de interés interbancario (un mes) (a)	13,9	12,8	15,9	15,0	12,8	15,4	9,2	7,8
Tipo de interés de la deuda pública								
(más de dos años) (a)	13,4	12,8	14,5	14,5	11,9	13,0	8,1	11,1
Tipo de cambio efectivo nominal frente								
a la UE (índice base 1990 = 100)	90,4	93,8	98,8	100,0	100,8	98,2	88,8	83,2

Fuentes: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

(a) Media de diciembre de cada año.

ciendo a tasas muy elevadas: el aumento medio fue del 17,7 % (ver cuadro I.1). Sin embargo, las importaciones también reaccionaron con rapidez y, seguramente como consecuencia del sobreajuste que habían experimentado en 1993 —cuando las existencias y la demanda se redujeron drásticamente—, se fueron acelerando persistentemente durante 1994, aumentando, en promedio, un 11 %. El resultado neto del comercio exterior continuó siendo la fuente principal de la expansión de la actividad económica, aunque su empuje se redujo hasta 1,3 puntos porcentuales de aportación al crecimiento del PIB, menos de la mitad que en 1993, cuando alcanzó los 2,9 puntos porcentuales, debilitándose su contribución conforme avanzaba el año. La demanda nacional, en cambio, aumentó muy lentamente en el conjunto de 1994 (un 0,7 %), si bien mostró un perfil trimestral de

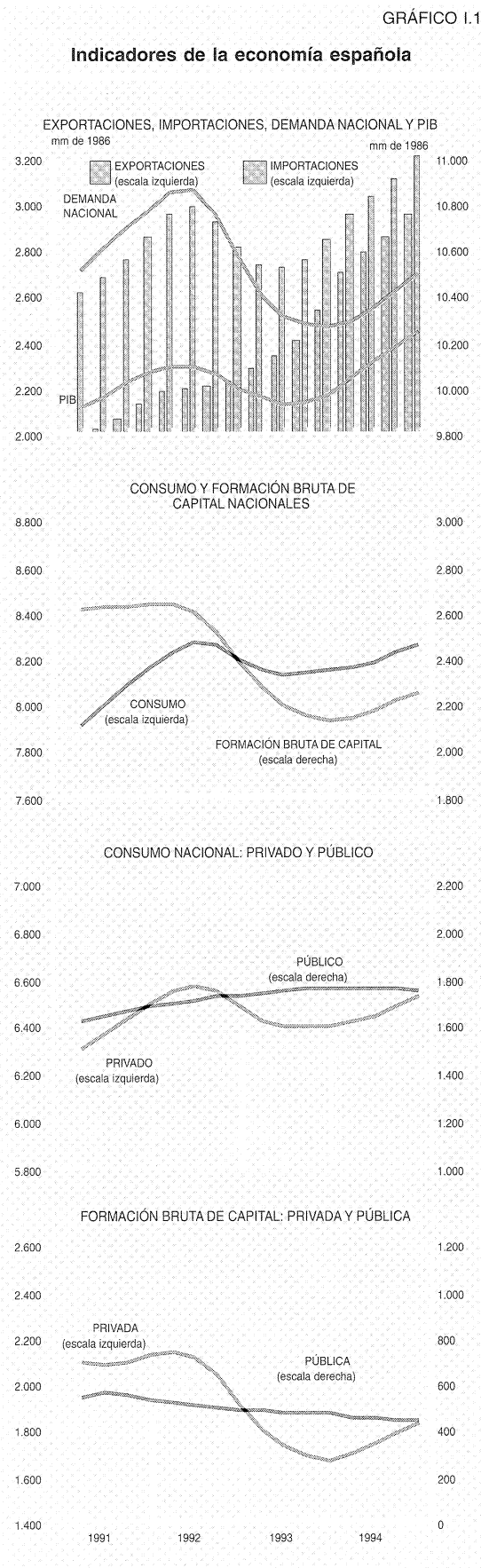
aceleración sostenida y acabó el año creciendo a tasas interanuales del 2,3 %, todavía por debajo del crecimiento del PIB, que fue del 2,8 % en el último trimestre de 1994, sobre el mismo período de 1993.

A lo largo del ejercicio se fue constatando una reanimación del consumo privado y, principalmente, una aceleración de la formación bruta de capital fijo. El consumo privado, que en el promedio de 1994 aumentó un 0,9 %, mostraba al finalizar el ejercicio tasas interanuales de crecimiento del 1,9 %, mientras que la formación bruta de capital fijo, que había registrado en el primer trimestre del año una caída del 4 %, con respecto al mismo período de 1993, terminó el año aumentando a tasas superiores al 5 %, aunque en el promedio de 1994 su crecimiento fuera similar al del consumo pri-

vado, un 1 % —tasas expresadas, todas ellas, en términos reales—. El consumo público fue el único componente de la demanda nacional que siguió una senda de desaceleración, registrando, en el conjunto del año 1994, un crecimiento del 0,2 %, el más bajo de las últimas décadas.

Para tener una imagen clara de la evolución cíclica seguida por la economía española en las últimas fases de recesión y de recuperación, en el gráfico I.1 se han representado los niveles de las variables más relevantes del producto y de la demanda. En la parte superior de este gráfico puede observarse que la brecha entre los niveles de la demanda nacional y el PIB, o, lo que es lo mismo, entre las importaciones y las exportaciones, se ha cerrado apreciablemente durante la fase recesiva, pero sin llegar a desaparecer por completo. Tan pronto como se reanudó el crecimiento de la demanda nacional, a principios de 1994, se detuvo la tendencia hacia el equilibrio del saldo neto exterior a precios constantes, y, en la segunda mitad del año, comenzó a ampliarse de nuevo la brecha. Los factores que subyacen a este comportamiento pueden condicionarse, si no se corrigen, las posibilidades de crecimiento sostenido de la economía española. En los tres paneles inferiores del mismo gráfico se presentan los cambios registrados durante los últimos años por la composición de la demanda nacional, resaltando la mayor estabilidad del consumo durante la fase recesiva, y también la todavía escasa recuperación de la inversión a finales de 1994, a pesar de que sus tasas de crecimiento son las que han registrado valores más elevados. De estos hechos cabe deducir que la consolidación de la senda de crecimiento iniciada requiere mantener ritmos moderados de expansión de la demanda nacional, acordes con las posibilidades de aumento de la capacidad productiva, y una composición de esa demanda más favorable a la formación bruta de capital —cuyo nivel cayó un 20 % durante la recesión y todavía se encuentra casi un 15 % por debajo de las cotas alcanzadas antes de la crisis— que al consumo, cuyo ajuste a la baja fue inferior a un 3 % y que ya ha recuperado, a pesar de su tónica moderada, su nivel anterior.

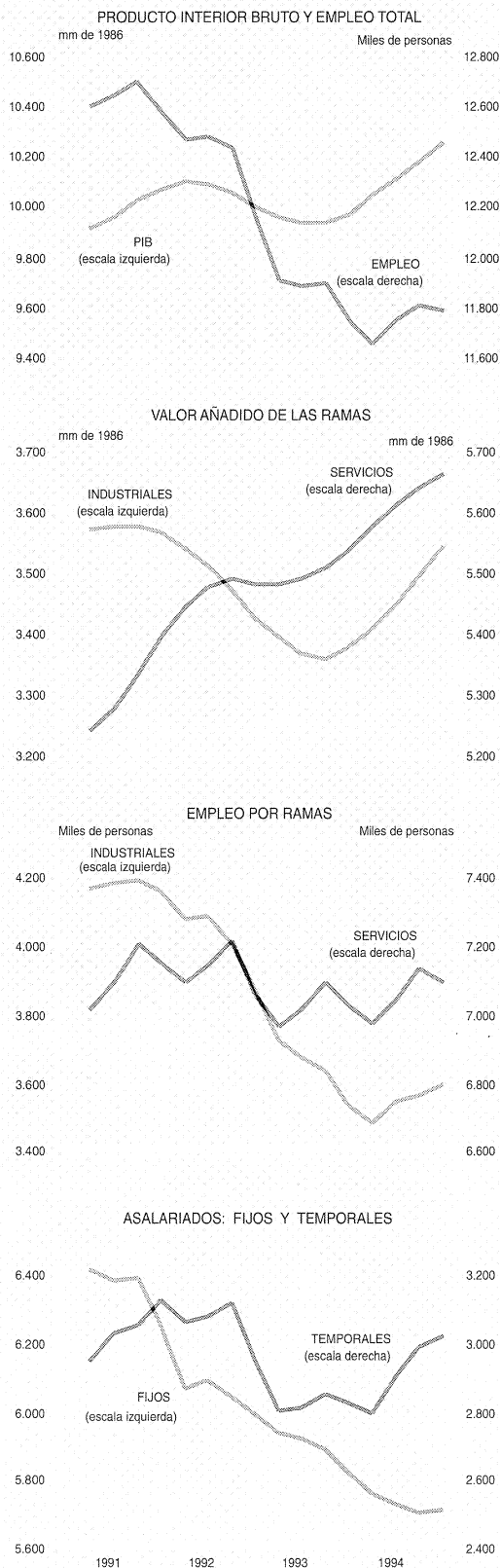
Desde el punto de vista de la oferta, el ritmo al que se recuperó la producción industrial, fuertemente estimulada por las exportaciones, fue uno de los elementos más positivos del año 1994. La pasada recesión afectó con particular intensidad a las ramas industriales (la construcción, la energía y las manufacturas), cuyo valor añadido bruto se redujo un 6,2 % hasta mediados de 1993. Por el contrario, los servicios no llegaron a tener tasas interanuales de variación negativas de su valor añadido bruto en ningún trimestre.



Fuente: Instituto Nacional de Estadística.

GRÁFICO I.2

Indicadores de la economía española



Fuente: Instituto Nacional de Estadística.

El comportamiento del empleo es, sin duda, la manifestación más grave de la inflexibilidad de algunos mercados de la economía española. Como puede apreciarse en el gráfico I.2, desde que empezó a declinar el nivel de empleo total, poco antes de la crisis, hasta que tocó fondo, a principios de 1994, se perdieron más de un millón de puestos de trabajo, a pesar de que el nivel de la producción real ya había recuperado sus cotas máximas anteriores. Las pérdidas de empleo se concentraron en las ramas industriales, en las que el número de puestos de trabajo se redujo en unas setecientas mil personas, frente al mantenimiento, con oscilaciones estacionales, del empleo en los servicios. La reacción del empleo en 1994 también ha sido alentadora, pero su composición denota que la dualidad del mercado de trabajo sigue siendo un problema fundamental de nuestra economía. El gráfico I.2 destaca en su panel inferior que la destrucción neta de empleo ha afectado exclusivamente al grupo de trabajadores que tenían un contrato indefinido, puesto que el número de empleados sin este tipo de contrato únicamente descendió con rapidez en la fase más aguda de la recesión, durante la segunda mitad de 1993, pero luego se estabilizó y ya ha sobrepasado el nivel que tenía hace cuatro años. Paradójicamente, el nivel global de empleo temporal se muestra más sostenible, a pesar de sus oscilaciones, que el volumen de contratos indefinidos, que tiende hacia una progresiva disminución.

El avance de la economía española en 1994 hacia la corrección de los desequilibrios ha sido muy modesto, por lo que estos siguen constituyendo una rémora para las posibilidades de consolidación del crecimiento económico sobre bases firmes. Entre ellos destaca la persistencia de la inflación, cuyos diferenciales con otros países siguen erosionando la competitividad de la economía española. La reducción en el ritmo de crecimiento de los precios en el transcurso de 1994 no ha tenido la envergadura suficiente. El crecimiento del índice de precios de consumo (IPC) en el mes de diciembre fue del 4,3 %, seis décimas menos que en 1993, y una corrección similar registró el índice de precios de servicios y bienes elaborados no energéticos (IPSEBENE). Entre los aspectos más favorables en este frente habría que destacar la interrupción de la tendencia acelerada de los precios de los alimentos no elaborados, aunque la sequía afectó negativamente a algún producto concreto, y la continuidad, en la primera parte del año, de la desaceleración de los precios de los servicios. Sin embargo, en la segunda mitad del año se apreció un notable repunte en los precios de los bienes elaborados no energéticos, que ya venía anticipándose por la evolución de los precios industriales al por mayor

(IPRI), muy influidos por la escasez de oferta de algunos productos en los mercados internacionales y por la depreciación de la peseta, que indujeron ampliaciones muy considerables de los márgenes de beneficios; a su vez, se iba atenuando la moderación de las alzas de los precios de los servicios. El año terminó, por tanto, con unas expectativas inflacionistas menos favorables que a su comienzo, agravadas, además, por el inminente aumento de los impuestos indirectos. La moderación de los salarios registrada, finalmente, en 1994, con un retraso considerable en relación al ciclo económico y al aumento del paro, y la contención de los costes unitarios del trabajo, reforzada por las ganancias de productividad generadas durante el ajuste del empleo, no se han reflejado suficientemente en los precios finales. Ello pudiera deberse, en parte, a la reacción frente a la compresión experimentada por los márgenes empresariales en el período anterior, pero también a la persistencia de rigideces importantes en los mercados de algunos productos finales que permiten el crecimiento de los márgenes en dichos sectores con cierta independencia de la fase cíclica en que se encuentre la economía.

Junto a la persistencia de las tensiones inflacionistas, hay que señalar la insuficiencia del ahorro nacional para financiar la inversión corriente, a pesar de la pronunciada contracción de esta última variable durante los últimos años, insuficiencia que continúa forzando el recurso al ahorro exterior y aumentando el endeudamiento de la economía nacional. La conjunción de ambos desequilibrios se manifiesta en una estructura sectorial descompensada del ahorro y la inversión nacionales, acentuada durante la pasada recesión, que se concreta en el hecho de que son las Administraciones Públicas las que absorben el grueso de las necesidades de financiación agregadas. De esta forma, las Administraciones Públicas despliegan una presión elevada y persistente sobre las disponibilidades de crédito, encareciendo sus términos y dificultando al sector privado el acceso al mismo.

Las políticas macroeconómicas ejercen una influencia destacada en estos desequilibrios nominales, afectando no solo a la tasa de expansión de la demanda agregada, sino también a su composición. Las políticas fiscal y monetaria que se instrumentaron en 1994 se combinaron de manera más equilibrada que en el pasado, pero el cambio de orientación de la política fiscal hacia un tono menos expansivo fue insuficiente para asegurar una perspectiva adecuadamente saneada que suscitara la confianza de los mercados y favoreciera las expectativas de un crecimiento sostenido.

La política fiscal se propuso una reducción del déficit público hasta el 6,4 % del PIB, que

luego se revisó hasta el 6,7 % —ocho décimas menos que en 1993—, basada en la disminución del gasto y en el mantenimiento, aproximadamente, de la presión fiscal. En la ejecución presupuestaria, el esfuerzo de contención del gasto, que se había incrementado en 3,4 puntos porcentuales del PIB durante el ejercicio precedente, se concentró en el consumo público, congelando parte de las retribuciones y de las plantillas, para conseguir un descenso de medio punto porcentual del PIB en el peso de esta variable; pero también afectó a la inversión pública, que se redujo en cuatro décimas de punto porcentual del PIB en 1994. Por el contrario, las transferencias netas a otros sectores siguieron aumentando su ponderación en el gasto público y en el producto (tres décimas del PIB), como consecuencia, principalmente, de la consolidación de los elevados niveles alcanzados por las prestaciones sociales y las subvenciones de explotación. La presión fiscal aumentó ligeramente (0,2 puntos porcentuales del PIB), debido, exclusivamente, al cambio introducido en la contabilización de las contribuciones a la Seguridad Social, que, a partir de 1994, han pasado a registrarse, por primera vez, según el criterio de devengo. Si no fuera por este hecho, los ingresos públicos no habrían aumentado su proporción con relación al PIB, a pesar de una expansión mayor que la prevista del producto a precios corrientes.

En consecuencia, el nuevo criterio de contabilización permitió que la proporción del déficit público con relación al PIB, según las cifras facilitadas por la Intervención General de la Administración del Estado (IGAE), se mantuviera en el 6,7 %, pero con una composición de ingresos y gastos diferente de la inicialmente pretendida. El gasto público total se ha mantenido más de dos puntos porcentuales del PIB por encima de la cota alcanzada en el año en que se inició la recesión (1992), y la magnitud nominal del déficit público seguía estando casi un 75 % por encima del nivel que tenía entonces.

Para la política monetaria, el año 1994, en el que entró en vigor la Ley de Autonomía del Banco de España, fue un ejercicio de transición. Tras la ampliación de las bandas de fluctuación del Mecanismo de Cambios del SME, en agosto de 1993, existía un mayor margen de maniobra para adecuar los tipos de interés a la situación de debilidad de la demanda que atravesaba la economía española, en sintonía con los descensos de tipos de interés en otros países europeos. Al mismo tiempo, los posibles efectos inflacionistas de las devaluaciones de la peseta, la orientación de la política fiscal y la incertidumbre acerca del alcance de la moderación salarial prevista para 1994, aconsejaban extremar la prudencia en el diseño y en la instrumentación de la política monetaria, para

avanzar hacia una mayor estabilidad de precios. Habida cuenta de los problemas de inestabilidad de la demanda de dinero experimentados en los últimos años, y de la importancia creciente asignada por el Banco de España a otros indicadores de la evolución de los precios y de las expectativas de inflación, se prefirió establecer, más que unos objetivos cuantitativos en sentido estricto, una senda de referencia para los activos líquidos en manos del público (ALP), entre el 3 % y el 7 %, más amplia que la de años anteriores.

Durante la primera mitad de 1994 continuó el descenso de los tipos de intervención del Banco de España emprendido en la primavera de 1993, adaptándose a las condiciones cíclicas que entonces prevalecían y a la trayectoria contenida que seguía la inflación. Esta reducción de los tipos a corto se cruzó con el acusado aumento de los tipos de interés a largo plazo que se desencadenó en los primeros meses de 1994, como consecuencia del impacto que tuvo en España la crisis de los mercados internacionales de bonos (recuadro I.1). La curva de rendimientos pasó de tener una inclinación negativa a presentar una pendiente positiva cada vez más pronunciada. Simultáneamente, la expansión de los agregados monetarios y crediticios reflejaba la recuperación gradual de la actividad real y una creciente preferencia del público por la liquidez ante la incertidumbre que rodeaba a los mercados de activos a más largo plazo.

La expansión de ALP se situó, a finales de 1994, ligeramente por encima del 8 %. Aunque esta tasa resulta, en principio, congruente con la evolución experimentada en el año por la renta real y los precios, encubre un perfil de aceleración paralelo a la creciente inestabilidad de los mercados financieros. En la última parte del año la desconfianza de los operadores de los mercados financieros internacionales y el aumento de la incertidumbre política afectaron singularmente a las condiciones de financiación del Tesoro, que encontró serias dificultades para captar fondos a medio y largo plazo y tuvo que recurrir a emitir instrumentos a corto plazo incluidos en la definición del ALP, como letras a seis meses y a un año, contribuyendo, así, a la expansión de este agregado. La peseta, por su parte, que se había mostrado relativamente estable dentro del mecanismo de cambios del Sistema Monetario Europeo hasta bien avanzado el mes de noviembre, con una pequeña volatilidad frente al marco alemán, empezó entonces a registrar también síntomas claros de debilidad que la empujaban a deslizarse hacia la zona baja de su banda de fluctuación y que habrían de provocar, a comienzos de 1995, nuevas crisis cambiarias, que se saldaron con una devaluación del 7 % en su paridad central.

Las turbulencias financieras mencionadas no han tenido hasta el momento, aparentemente, un impacto significativo sobre el sector real de la economía, cuya recuperación ha seguido un curso relativamente independiente de la volatilidad de algunas variables financieras, lo que puede explicarse, en cierta medida, por la lenta transmisión de estas perturbaciones a los tipos de interés más relevantes para las decisiones de los agentes: los tipos activos y pasivos del sistema bancario. Esta relativa impermeabilidad de la remuneración de los depósitos y del coste del crédito a la trayectoria de los tipos a más largo plazo no es de extrañar al inicio de un cambio de tendencia en la evolución de los tipos de interés. Los tipos que aplica el sistema bancario mantienen tradicionalmente mayores inercias que los tipos de los mercados financieros, a cuya evolución reaccionan con desfases. Además, el movimiento de los tipos de interés en 1994 ha sido sumamente peculiar: entre los meses de febrero y agosto, el ascenso de las rentabilidades a largo plazo coincidió con una continuación de la trayectoria descendente de los tipos de intervención y los de mercado a corto plazo, y se mantuvieron expectativas de posibles recortes adicionales —en España, como en otros países del mecanismo de cambios— hasta bien avanzado el año. Ante estas señales divergentes, no es sorprendente que los intermediarios financieros actuaran con suma cautela, manteniendo sus tipos estables, a la espera de que se confirmara el cambio de tendencia, y elevándolos solo cuando empezó a hacerlo el Banco de España, a principios de 1995.

La débil pulsación de la demanda de consumo y de inversión durante la primera mitad del año y la posición financiera saneada que tenían empresas y familias se manifestaban en una escasa demanda de crédito. Como consecuencia, la desaceleración tendencial del crecimiento del crédito interno, que se prolongaba desde 1989, alcanzó un mínimo a mediados de 1994 y luego mostró una inflexión al alza, por el aumento del crédito a empresas y familias, que acabó el año creciendo un 4 %, dos puntos más que en 1993. Sin embargo, la demanda de financiación a corto plazo de las Administraciones Públicas continuó siendo, un año más, el componente más expansivo de la liquidez.

Las familias y las empresas no financieras, cuyo ahorro había aumentado notablemente en 1993, se encontraban, como se ha dicho, en una situación financiera saneada, que les proporcionaba una sólida base de partida para incorporarse al proceso de reactivación que había iniciado la economía española. Sin embargo, unas y otras adoptaron en 1994 una actitud cautelosa. Las familias, porque, a pesar de la

La crisis internacional del mercado de bonos

Según se observa en el gráfico, tras una larga fase de reducción gradual de los tipos de interés en buena parte de las economías desarrolladas, a finales del año 1993 se produjo un cambio radical de esta tendencia en Estados Unidos, teniendo lugar una caída progresiva de las cotizaciones de la deuda pública, que se contagia, con un desfase, a los mercados de deuda europeos tras la subida del tipo de intervención norteamericano en febrero de 1994. Durante el año 1994, esta tendencia al alza de las rentabilidades se consolidó, aunque en Estados Unidos se produjo una cierta corrección a la baja en los últimos meses del año, que se extendió a los mercados europeos en los primeros meses de 1995.

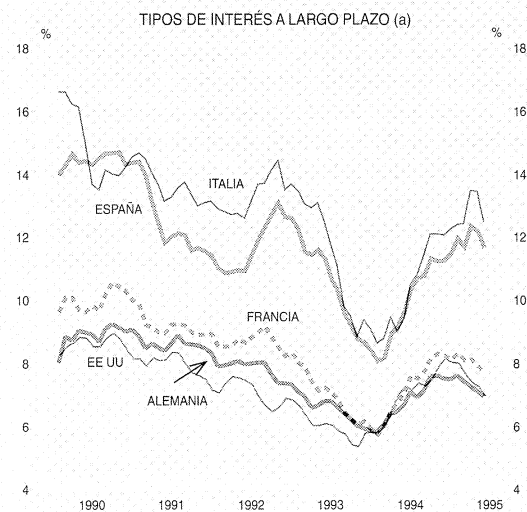
No es fácil explicar el comportamiento de los mercados de bonos en 1994. Uno de sus aspectos más llamativos es la elevada sincronía en la evolución de las rentabilidades en los diversos países, a pesar de su distinta posición en el ciclo: madurez de la fase expansiva en Estados Unidos, e inicio del auge en Europa y Japón. Aparentemente, la libre circulación de capitales, la institucionalización del ahorro y la globalización de las carteras de los grandes inversores están favoreciendo el incremento de la conexión de los mercados financieros de los distintos países.

En todo caso, si se acepta que los tipos de interés a largo plazo recogen, esencialmente, las expectativas sobre el nivel de los tipos de interés futuros a corto plazo, las causas de la crisis en Europa deben ser buscadas en los diversos factores que explican la evolución de los tipos de interés: los tipos de interés reales, las expectativas de inflación y las primas de riesgo inflacionario.

Tanto un posible incremento de los tipos de interés reales como de las primas de riesgo parecen hipótesis plausibles. Así, la disminución de la tasa de ahorro mundial es un hecho contrastado que avala la primera hipótesis (véase recuadro II.2). Por su parte, aspectos como las turbulencias en los mercados cambiarios y la evolución incierta de las finanzas públicas en muchos países, algunos de ellos con un elevado grado de incertidumbre política, parecen justificar un aumento de las primas de riesgo. No obstante, es dudoso que estos fenómenos sean de tal magnitud como para que puedan, aislada o conjuntamente, explicar satisfactoriamente la evolución observada en los mercados. En particular, parece improbable que los elementos estructurales que están detrás de un posible incremento de los tipos de interés reales permitan justificar caídas tan abruptas en los precios como las registradas en los mercados de bonos. A su vez, habida cuenta de la escasa variabilidad relativa de la tasa de inflación en la mayoría de las economías desarrolladas en los últimos años, no parece plausible que se hayan registrado incrementos de las primas de riesgo de la magnitud suficiente como para explicar una parte significativa de la evolución observada de los tipos de interés.

En estas condiciones, resulta difícil entender la reciente crisis internacional de los mercados de bonos sin acudir a la hipótesis de que se ha producido un cambio significativo en las expectativas de inflación de las economías europeas; hipótesis que viene avallada por la consolidación de la recuperación en Europa durante el año 1994 y por el hecho de que son precisamente los países con peores registros históricos de inflación y con políticas fiscales menos disciplinadas los que han sufrido la crisis con mayor crudeza. No obstante, aun aceptando esta explicación, hay razones para pensar que los mercados se han mostrado hipersensibles, modificando sus expectativas de una manera súbita y poco compatible con la evolución observada de las tasas de inflación y con las proyecciones tanto de organismos públicos como de agencias independientes.

Esta hipersensibilidad parece haber afectado de forma singular a las economías cuyos fundamentos económicos eran percibidos como menos sólidos (como Italia y España, según se observa en el gráfico adjunto). En efecto, el precio de la deuda de estos países, que cayó con mayor intensidad que los correspondientes a la deuda alemana y a la estadounidense a partir de enero de 1994, también se había beneficiado, con anterioridad, de forma particularmente intensa, de la reducción de tipos de interés que caracterizó a la etapa previa a la crisis. Por tanto, parece que los mercados son muy proclives a revisar, quizá con excesiva celeridad y erraticidad, sus expectativas sobre la evolución de estas economías.



Fuente: Banco de España.

(a) Tipos de interés de la deuda pública a diez años, para Alemania, EE.UU, Francia e Italia.

Para España, tipo de interés de la deuda pública a más de cuatro años, hasta noviembre de 1991, y tipo de interés de la deuda a diez años, desde entonces.

recuperación de sus rentas salariales, eran conscientes de que el empleo todavía continuaba descendiendo en la primera mitad de 1994, y seguían sin despejarse las expectativas inciertas sobre la evolución de sus rentas futuras. Las empresas, porque, aun manteniendo mayores dosis de confianza en el futuro, no llegaban a constatar una expansión rápida de la demanda interna que presionara sobre la capacidad productiva instalada. Unas y otras aumentaron sus gastos de consumo y de inversión, en términos reales, y continuaron saneando su posición financiera.

Las empresas no financieras registraron durante 1994 una importante recuperación de la actividad productiva y del valor añadido, y profundizaron su integración en los mercados europeos. Sus márgenes y resultados de explotación experimentaron crecimientos aún mayores que la producción y el valor añadido, debido a los bajos valores que habían alcanzado en años anteriores y a las reducciones del peso de los gastos de personal y de los gastos financieros.

Las familias, a diferencia de lo ocurrido con las empresas no financieras, vieron desacelerarse en 1994 el crecimiento de su renta bruta disponible, a pesar de que su fuente principal de ingresos, la remuneración de asalariados, aumentó más que en 1993. Fueron las otras rúbricas de su cuenta de renta, el excedente, los intereses netos, y el resto de ingresos y transferencias netas recibidas del sector privado los que atenuaron su crecimiento en 1993. También las prestaciones sociales se desaceleraron, mientras que la suma de cotizaciones e impuestos corrientes sobre la renta y el patrimonio aumentó en 1994 lo mismo que en 1993. El resultado fue que la renta bruta disponible de las familias perdió más de un punto porcentual de su participación en el PIB y, como el consumo privado nominal creció, aproximadamente, al mismo ritmo que el PIB a precios corrientes, la tasa de ahorro familiar disminuyó también en una cuantía similar.

Para el conjunto de la economía nacional, la suma del ahorro bruto más las transferencias netas de capital recibidas del resto del mundo, que constituye el monto de los recursos disponibles para la inversión, continuó disminuyendo en porcentaje del PIB (unas cinco décimas) en 1994, por sexto año consecutivo, defraudando así la expectativa de que este deterioro hubiese concluido en 1993. La reducción del peso de la inversión nacional en el producto, que había comenzado en 1991, fue menor (unas dos décimas) que la del ahorro, por lo que la economía española concluyó el primer año del nuevo ciclo de crecimiento económico con una necesi-

dad de financiación de 0,7 puntos porcentuales del PIB. Este aumento, aunque no es importante desde el punto de vista cuantitativo, es revelador de una cierta debilidad de la balanza de pagos española, que no ha conseguido una situación de superávit tras la recesión de la demanda interna de los años anteriores.

Esta insuficiencia del ahorro nacional para financiar la inversión en la economía española, junto con un déficit público excesivo (véase recuadro I.2) y la persistente tendencia a la pérdida de competitividad, que se deriva del diferencial de inflación con respecto a los países más prósperos de la UE y de la inadecuada regulación de numerosos mercados de factores y de productos, son los obstáculos más importantes para mantener el crecimiento económico sostenido y estable en los próximos años.

I.2. LA SOSTENIBILIDAD DE LA RECUPERACIÓN

A comienzos de 1995 se ha percibido, como consecuencia de estas limitaciones, un cierto contraste entre la evidencia, cada vez más clara, del inicio de una fase de recuperación y el clima de inestabilidad financiera que afecta a algunos mercados, en particular los de deuda y los cambiarios. A pesar de la aparente inmunidad del sector real a las recientes perturbaciones financieras, no deben ocultarse los riesgos que estas representan para la consolidación de la recuperación. Por una parte, la volatilidad de los mercados de bonos y de los tipos de cambio, de mantenerse, puede incidir negativamente sobre las expectativas de los agentes; por otra parte, aunque es necesario mantener algún grado de tensión para adecuar las condiciones monetarias a la fase de recuperación cíclica que comienza sin una corrección suficiente de los desequilibrios —y en tal sentido deben entenderse las subidas preventivas de tipos de interés decididas por el Banco de España a principios de 1995—, una reacción excesiva, como la producida en los mercados de bonos, de los tipos de interés más vinculados a las decisiones de gasto, puede llegar a mermar, si se hace persistente, el empuje de la recuperación. Es especialmente importante que, al inicio del período de expansión, el acompasamiento de las condiciones monetarias al ciclo y a sus posibles riesgos inflacionistas sea gradual, de manera que se mantenga el difícil equilibrio que supone prevenir las tensiones de precios sin estrangular la recuperación.

Como ya se ha señalado, la conjunción de una economía que entra en fase expansiva y unos mercados financieros que desconfían de algunas de sus manifestaciones encuentra su

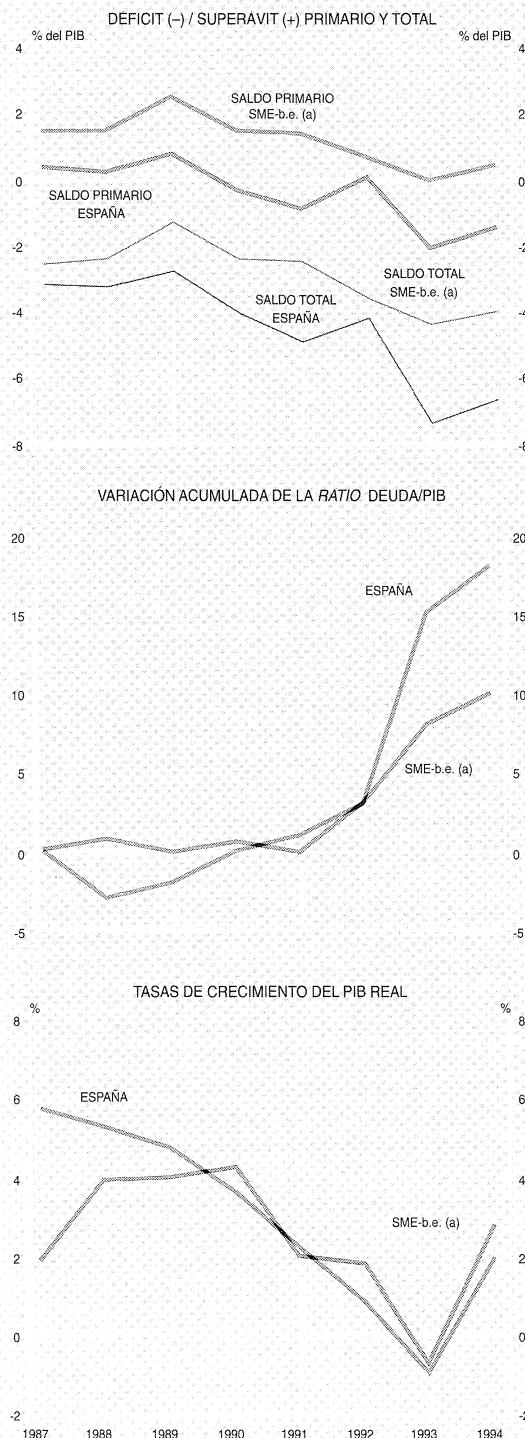
El deterioro comparativo de las finanzas públicas españolas con respecto a la Unión Europea

Coincidiendo con el reciente período recesivo, la situación de las finanzas públicas en los países de la UE ha experimentado un preocupante deterioro desde 1990, que ha supuesto su alejamiento de los criterios fijados para el acceso a la tercera fase de la Unión Monetaria. El empeoramiento de los desequilibrios presupuestarios ha sido más acentuado en el caso español, como pone de manifiesto el gráfico adjunto, donde se presentan algunos indicadores fiscales referidos a España y al conjunto de países originalmente pertenecientes a la banda estrecha del mecanismo de cambios del SME —esto es, Alemania, Francia, Países Bajos, Bélgica, Dinamarca, Irlanda y Luxemburgo (SME-b.e.)—, que son aquellos que, a lo largo del período considerado, se han movido dentro de una senda de mayor estabilidad nominal.

La parte superior del gráfico muestra cómo España mantuvo durante la fase alcista del ciclo económico (entre 1987 y 1990) superávits primarios (salDOS presupuestarios, excluida la carga de intereses de la deuda) de tamaño muy inferior a los que, en promedio, se registraron en los países antes citados, a pesar del mayor crecimiento del PIB español entre esos años. De esta manera, la posición de partida española era ya más adversa al iniciarse la fase descendente del ciclo. España, en efecto, registró inmediatamente déficit primarios, mientras que el grupo de países de referencia conservó un superávit (aunque cada vez de menor cuantía) prácticamente durante todo el período. En términos de déficit total, España presentaba una situación solo ligeramente peor que el promedio de estos países en 1987; sin embargo, el mantenimiento de un saldo primario más desfavorable se ha traducido progresivamente en un mayor desequilibrio en el caso español, a causa del aumento de la carga de intereses, y a pesar de que la evolución cíclica del producto ha sido muy similar. En la parte central del gráfico se observa cómo esta evolución se reflejó, entre 1987 y 1994, en un mayor aumento de la *ratio* deuda pública/PIB en el caso español (18 puntos porcentuales, frente a 10 en el promedio de los restantes países considerados).

La persistencia de los déficit primarios en el caso español ha conducido, pues, a un rápido crecimiento de la deuda en circulación y de la carga de intereses. Como quiera que la recesión ha venido acompañada por una reducción en los tipos de interés inferior a la experimentada por la tasa de crecimiento nominal de la economía y, consecuentemente, por una ampliación del diferencial entre ambos, el mantenimiento del déficit primario en sus niveles actuales no parece compatible con la estabilización de la *ratio* deuda/PIB. La evolución de los últimos años subraya, por tanto, la necesidad de no desaprovechar la fase alcista del ciclo para realizar los ajustes precisos (sobre todo, en la vertiente del gasto) y disminuir el déficit hasta niveles sostenibles a medio plazo, pues cuanto más se demoren, más drásticas y difíciles habrán de ser las medidas correctoras.

Evolución de las finanzas públicas en España y en los países de la banda estrecha original del SME



Fuente: Instituto Monetario Europeo.

(a) SME-b.e.: países incluidos en la banda estrecha del Sistema Monetario Europeo.

explicación en los problemas de fondo que subsisten en la economía española. La persistencia de deficiencias en el funcionamiento del mercado de trabajo y en otros mercados de productos finales y el desequilibrio mantenido por la política fiscal tienen efectos especialmente nocivos en un momento en el que los mercados internacionales se vuelven mucho más selectivos, en parte como consecuencia de la mayor aversión al riesgo de los inversores, ante las dificultades financieras registradas por algunos países que, hasta hace poco, eran receptores de grandes flujos de capitales. La libre circulación de capitales comporta beneficios obvios, sobre los que no es preciso insistir, tanto en el ámbito microeconómico —al que aporta mayor eficiencia y mayor disponibilidad de recursos— como en el macroeconómico, al actuar como un mecanismo de disciplina de las políticas económicas. Pero es evidente que, al mismo tiempo, la liberalización de los flujos de financiación con el exterior aumenta la vulnerabilidad de los países a todo tipo de perturbaciones procedentes de los mercados financieros internacionales, estén estas justificadas por las variables fundamentales o no. España, que aún se encuentra en proceso de adaptación a la nueva situación creada por la libre circulación de capitales, se está viendo muy afectada por la mayor competencia, a escala mundial, en la captación de los recursos financieros disponibles. Los estrangulamientos de nuestro aparato productivo y las ineficiencias de nuestras políticas económicas son, en estas circunstancias, especialmente costosos, porque inhiben la entrada de capital internacional, dificultan el ajuste y entorpecen la recuperación.

De las consideraciones anteriores se desprende que la nueva fase alcista del ciclo solo se podrá traducir en una recuperación sólida y duradera, en presencia de los riesgos procedentes de unos mercados financieros internacionales más exigentes, si se corrigen con la debida celeridad los desequilibrios macroeconómicos y las ineficiencias de la política económica que se han puesto de manifiesto en el último período.

La consolidación del crecimiento sostenido requiere un empleo eficiente de los recursos disponibles y la existencia de un marco de estabilidad nominal que facilite la adopción de decisiones de ahorro e inversión a largo plazo, minimizando la incertidumbre inherente a toda previsión sobre el futuro. Para ello, la expansión de la demanda debe ser equilibrada, con una composición que permita financiar sin dificultades la necesaria acumulación de capital. Además, la oferta debe tener la flexibilidad adecuada para evitar los estrangulamientos —en los mercados de factores, particularmente en la disponibilidad de trabajo cualificado, de suelo, de servicios especializa-

dos, etc., y en los mercados de productos intermedios, en los que España mantiene una gran dependencia de las importaciones— que pueden desviar la presión de la demanda hacia desequilibrios de inflación y déficit exterior. En otras circunstancias, como la experiencia española demuestra, los períodos de crecimiento más o menos intenso no han permitido alcanzar la plena utilización de los recursos disponibles, mostrando una marcada inclinación hacia la inestabilidad, que terminaba por malograr la continuidad de la fase expansiva.

La evolución reciente de la actividad productiva y del empleo revela algunos de los problemas de eficiencia que tradicionalmente han caracterizado al funcionamiento de la economía española: las insuficientes y dispares condiciones de competencia en los mercados, el ahorro cada vez mayor de empleo en los procesos productivos —en una economía con un alto volumen de paro—, y la dualidad del mercado de trabajo. Resulta muy difícil abordar cualquiera de estos problemas sin tomar en consideración otros muchos factores. Sin embargo, todos ellos están relacionados, de alguna forma, con ciertas intervenciones públicas en los mercados, tanto en el de trabajo como en los de bienes, y sobre todo, servicios, que quizás estuvieran justificadas en el momento de su aparición, pero que al perder su razón de ser, en el nuevo contexto de apertura y liberalización, se convierten en un lastre para el desarrollo y la competitividad de la economía.

Estas intervenciones han sobrevivido con más facilidad en los mercados más protegidos de la competencia externa. Mientras que la apertura exterior ha eliminado gran parte de la protección que venía disfrutando la industria española, con lo que se ha visto obligada a mantener sus precios en línea con los internacionales —adaptándose a las fluctuaciones de la demanda y a los cambios en los precios relativos a través del ajuste de las cantidades producidas y el nivel de empleo—, no se puede decir lo mismo del sector servicios, que, al no estar sometido en igual grado a la competencia, no sufre la misma restricción a la hora de elevar sus precios. Por estas razones, los márgenes de explotación sobre los costes laborales unitarios son mayores en los servicios que en la industria, y pueden absorber transitoriamente impactos desfavorables de demanda y de costes con mayor facilidad, para transmitirlos luego a sus precios.

La disminución de las necesidades de trabajo, sobre todo no cualificado, en los procesos productivos es una característica común a todos los países industrializados, que está ligada al progreso tecnológico que se va incorporando en las nuevas generaciones de capital. Pero

esta tendencia al ahorro de trabajo no afecta por igual a todos los países, sino que en algunos de ellos, entre los que se encuentra España, tiene más intensidad y alcanza mayor gravedad. La incorporación, inevitable a largo plazo, del progreso técnico la llevan a cabo las empresas, en función no solo de las exigencias del comercio mundial, sino también de las regulaciones locales de los mercados de factores y productos y de los precios relativos que de ellas resultan. La falta de competencia en estos mercados y la estructura distorsionada de precios relativos a que conduce —por no reflejar adecuadamente la dotación de factores existentes— estimulan las inversiones intensivas en capital y reducen las oportunidades de empleo. España padece con singular agudeza este problema, pues mientras el paro afecta a una proporción elevadísima de la población en edad de trabajar, sus inversiones son intensivas en el recurso relativamente más escaso, el capital.

La dualidad del mercado de trabajo español y el paro son otras manifestaciones de deficiencias estructurales que obstaculizan el crecimiento. La desigual protección legal que ampara a los trabajadores con contrato indefinido y con contrato temporal produce unos efectos paradójicos no deseados: el empleo total de trabajadores con contrato temporal es más sostenible a medio plazo, aunque puede ajustarse coyunturalmente con mayor flexibilidad, que el empleo total de trabajadores con contrato indefinido, que tiende a disminuir persistentemente, con mayor o menor celeridad, según la coyuntura, a pesar de los costes de ajuste que conlleva (gráfico 1.2). La continuidad en el empleo de todos los trabajadores no puede ser garantizada por la legislación, sino que depende de la estabilidad y de la eficiencia de la economía. En cambio, una regulación que estimulase más la contratación laboral por tiempo indefinido, a través de la reducción de los costes de ajuste del empleo que soportan las empresas, tendría efectos muy beneficiosos sobre la creación de empleo, sobre la adaptación de las condiciones de trabajo a las circunstancias de costes y demanda y, en definitiva, sobre la eficiencia de la economía y la estabilidad en el empleo de los trabajadores.

Junto a los problemas que origina la regulación inadecuada de los mercados, hay que considerar, por último, las fuerzas que subyacen a las tendencias hacia el crecimiento desequilibrado e inestable. En la economía española existe una estrecha relación a largo plazo entre el ritmo de crecimiento y las tasas de ahorro y de inversión nacionales, que viene determinada por la restricción exterior. La restricción externa limita en mayor o menor medida la amplitud de la brecha entre ahorro e inversión nacionales, dependiendo del equilibrio que guarden entre sí la expansión de la demanda, impulsora del cre-

cimiento, y la estabilidad nominal de la economía, preservadora de su continuidad.

El mantenimiento del equilibrio externo depende de la competitividad y del diferencial de crecimiento entre la demanda interna y las de las otras economías. La economía española depende mucho más de las importaciones para invertir que para consumir, por lo que necesita un esfuerzo de contención del consumo y de los precios de sus productos para mantener el equilibrio exterior y poder financiar sin dificultades la acumulación de riqueza. Por tanto, además de la importancia genérica que la estabilidad nominal tiene para las decisiones intertemporales de ahorro e inversión en cualquier economía, en la española es aún mayor, por la influencia decisiva que tiene la competitividad en unos mercados nacionales cada día más integrados en un solo mercado mundial.

Además de proseguir resueltamente con las reformas estructurales ya emprendidas o diseñadas, con objeto de aumentar la eficiencia de la economía española, la potenciación de su crecimiento no inflacionario requiere a corto plazo garantizar el rigor de los comportamientos económicos: un ritmo más vivo de avance en el proceso de consolidación fiscal, ajustando el gasto público a las líneas establecidas en el Programa de Convergencia; un menor crecimiento de los costes laborales unitarios, que han seguido aumentando en España más rápidamente que en los principales países europeos, a pesar de la mayor contracción del empleo observada en nuestro país; y una estrategia más prudente de las empresas que base su competitividad en las ganancias permanentes de productividad y en el control de sus costes de producción, y no en las expectativas de aumento de los precios y de los márgenes de beneficio ante una eventual depreciación del tipo de cambio. Estos comportamientos tendrían consecuencias muy favorables para asentar la recuperación sobre una base firme de estabilidad nominal, que le daría vigor y continuidad en el tiempo, reforzando la confianza de los agentes económicos en las perspectivas a largo plazo de nuestra economía. Desde esta óptica cobra gran importancia la función atribuida a la política monetaria por la entrada en vigor de la Ley de Autonomía del Banco de España, que impone al banco emisor el objetivo primordial de conseguir y mantener la estabilidad de precios.

1.3. EL OBJETIVO DE ESTABILIDAD DE PRECIOS Y LA AUTONOMÍA DEL BANCO DE ESPAÑA

La autonomía del Banco de España, consecuencia de la aprobación de la Ley 13/1994, de 1 de junio, se fundamenta en el convencimiento de que la estabilidad nominal es una condición

necesaria para un crecimiento económico sostenido a largo plazo. Un entorno de estabilidad de precios permite que los diversos agentes de la economía formen sus expectativas de manera más adecuada y adopten sus decisiones intertemporales con menor incertidumbre. Esto es especialmente cierto en lo que atañe a las decisiones a largo plazo, y de manera destacada a las relacionadas con la inversión.

Las ventajas de la estabilidad de precios son más evidentes en los países que, como España, han manifestado tradicionalmente una mayor inestabilidad. En los últimos 25 años, la tasa media de inflación ha sido, en España, del 11,2 % anual, frente al 6,9 % en el conjunto de los países industrializados, el 7,1 % en la Unión Europea y el 4,3 % en los países del mecanismo de cambios del Sistema Monetario Europeo. El coste que España ha tenido que soportar por haber mantenido ese diferencial de inflación, aunque extremadamente difícil de aproximar, ha debido de ser, sin duda, significativo. La eliminación de las fuentes tradicionales de inestabilidad de la economía española aumentaría su potencial de crecimiento en el contexto actual de integración comercial creciente y de globalización de los mercados financieros. En un mundo cada vez más integrado —en ambas vertientes, real y financiera—, los costes de las políticas indisciplinares y de la inestabilidad nominal son cada vez más gravosos. En particular, para preservar la competitividad de la economía española, es esencial el mantenimiento de un grado de estabilidad nominal similar, al menos, al de los países de nuestro entorno.

Al inicio de la fase expansiva del ciclo, uno de los principales riesgos que afronta la economía española reside, precisamente, en las tensiones inflacionistas que la recuperación puede alentar. La experiencia de ciclos anteriores de la economía española señala, en efecto, que el aumento del ritmo de crecimiento nominal del producto tiende a filtrarse, a medida que el ciclo entra en su fase de maduración, hacia el crecimiento de los precios, que, ante la aparición de estrangulamientos por el lado de la oferta, absorbe una parte mayor de la expansión de las magnitudes nominales. El creciente optimismo de las expectativas de renta de los agentes, su mayor propensión a endeudarse para financiar el consumo corriente y la relajación de las restricciones presupuestarias, especialmente en el sector público, llevan a una aceleración del gasto agregado, cuyos efectos relativos sobre la actividad real y los precios dependen de la eficiencia productiva de la economía y de la flexibilidad de la oferta. Si la expansión de la demanda nominal sobrepasa ciertos límites, aparecen restricciones en algunos mercados de factores y de productos, que provocan aumen-

tos de salarios y precios relativos en las actividades más protegidas de la competencia. Si persiste la presión del gasto, los aumentos sectoriales de precios y salarios pueden transmitirse al resto de actividades, en mayor o menor medida, desembocando en una espiral inflacionista que tenderá a reproducirse. En la coyuntura actual tiene gran importancia evitar que la recuperación económica active este tipo de procesos. En el estadio alcanzado por la integración europea de la economía española, dicha eventualidad representaría un coste muy grave en términos de pérdida de competitividad, desequilibrio exterior y crisis cambiarias recurrentes.

El cambio institucional que representa la autonomía del Banco de España tiende a reforzar la eficacia de los mecanismos orientados a contrarrestar las tensiones inflacionistas, tanto en la formulación de las políticas económicas como en la formación de expectativas de los agentes. La experiencia internacional demuestra que los países dotados de un banco central independiente alcanzan, a largo plazo, mejores resultados antiinflacionistas. Esta experiencia parece basarse en el hecho de que, si bien puede existir una relación de intercambio a corto plazo entre inflación y nivel de actividad, las políticas orientadas sistemáticamente a estimular la economía desembocan en una mayor inflación, de manera que a la larga la relación entre ambas variables tiende a ser negativa.

De acuerdo con esta idea, tiene sentido que la sociedad encomiende la política monetaria a una institución autónoma, cuya actuación esté guiada por el objetivo primordial de la estabilidad del nivel general de precios a largo plazo. Aunque la autonomía del banco central favorece la lucha contra la inflación, conviene tener presente que las posibilidades de alcanzar tal objetivo pueden verse constreñidas por numerosos factores que escapan a su influencia o por la ausencia de la necesaria colaboración de otras ramas de la política económica.

Una política fiscal excesivamente expansiva puede poner fácilmente en peligro la estrategia antiinflacionista de un banco central autónomo. Aunque la política monetaria, en teoría, está en condiciones de contrarrestar los impulsos de la política fiscal con actuaciones de signo contrario, en la práctica los costes de combinaciones de políticas muy desequilibradas pueden ser de tal magnitud que pongan en cuestión la credibilidad de la política monetaria y sus posibilidades de permanencia en el tiempo. La credibilidad de una política monetaria estabilizadora depende, principalmente, de que los agentes económicos confíen en su mantenimiento; una política fiscal insuficientemente disciplinada tiende a minar dicha confianza. Para funda-

El nuevo esquema de política monetaria

En el verano de 1994 entró en vigor la Ley de Autonomía del Banco de España, en la que se establece que este es la entidad responsable de definir y ejecutar la política monetaria, con la finalidad primordial de lograr la estabilidad de precios. En este contexto, el Banco de España ha decidido, en la formulación de los objetivos monetarios para 1995, cambiar el esquema de política monetaria que ha venido aplicando durante los últimos veinte años.

Este cambio ha consistido en sustituir formalmente un esquema en dos niveles, según el cual se fijaban objetivos en términos de una variable intermedia (un agregado monetario amplio), por otro de seguimiento directo de la variable final (tasa de inflación). Las razones que lo han motivado pueden agruparse en dos categorías.

Por una parte, desde el punto de vista institucional, la vinculación del objetivo de política monetaria a la finalidad primordial de la estabilidad de precios, reconocido explícitamente en el estatuto de la Ley de Autonomía, pretende contribuir a un aumento de la transparencia y credibilidad en el ejercicio de la política monetaria del banco central.

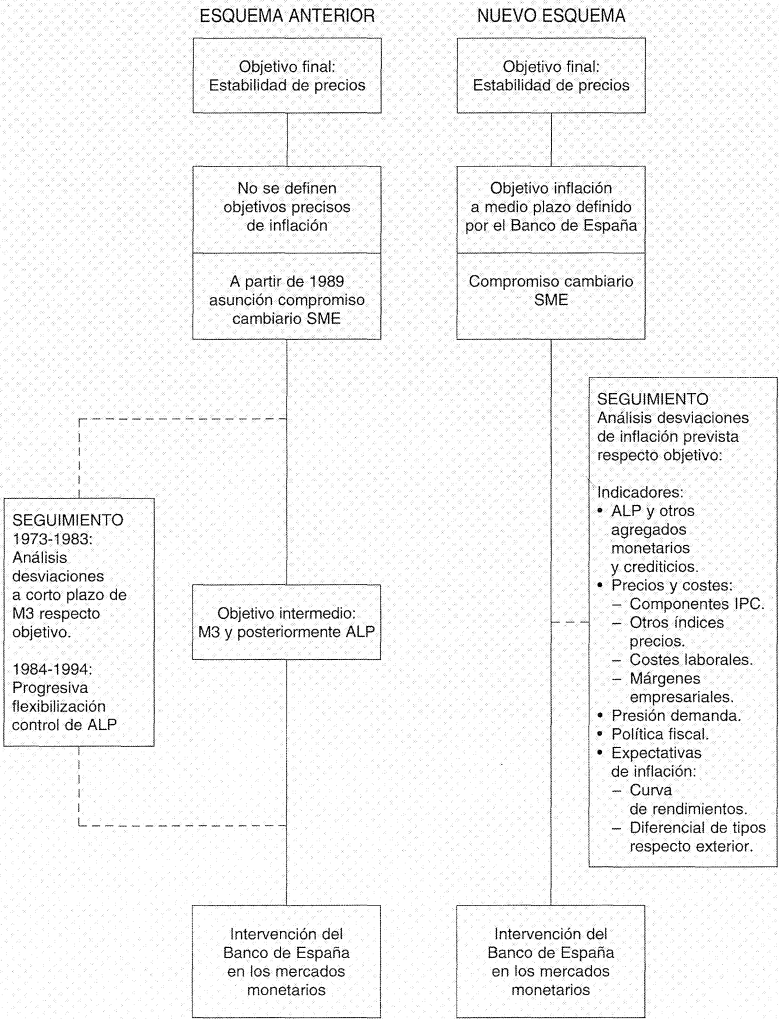
Por otra parte, desde el punto de vista técnico, las transformaciones del sistema financiero español, con el desarrollo de los mercados y la liberalización de los movimientos de capital, han ido configurando un escenario donde la relación entre la liquidez —sobre la cual se fijaba un objetivo intermedio cuantitativo— y el gasto nominal se iba haciendo cada vez más difícil de interpretar (véase recuadro IV.1).

De acuerdo con todo ello, en la programación monetaria para el año 1995 se ha formulado un objetivo a medio plazo (para el año 1997) en términos del IPC y, también, una referencia a corto plazo (para el inicio del año 1996). Al propio tiempo, se señala la extraordinaria relevancia de la estabilidad del tipo de cambio, en el marco de los compromisos adquiridos en el SME, para la consecución de estos objetivos (véase epígrafe IV.2).

Las decisiones de política monetaria se basarán en el análisis, con una orientación de medio plazo, de un amplio conjunto de indicadores que aparecen recogidos en el siguiente esquema. El Banco ajustará el tono de la política monetaria cuando las señales emitidas por estos indicadores apunten hacia una desviación persistente de la inflación respecto a la senda necesaria para alcanzar el objetivo a medio plazo.

La eficacia de este nuevo diseño de la política monetaria se pretende que se vea aumentada por un reforzamiento de la independencia y del compromiso antiinflacionista del Banco de España y por un aumento de la transparencia de las decisiones de la política monetaria. Para ello, se ha definido una serie de canales regulares y normalizados para exponer públicamente los objetivos monetarios y la valoración de la situación con relación a ellos. Los objetivos establecidos por el Banco de España se anunciarán pública y oficialmente mediante la comparecencia del Gobernador en la Comisión de Economía del Congreso y a través de su descripción detallada en el Boletín económico. Por su parte, el análisis del grado de cumplimiento de los objetivos previamente anunciados y la explicación de las acciones de política monetaria se recogerán, específicamente, en un nuevo informe sobre la inflación, de carácter semestral, donde aparecerá un juicio sobre la evolución reciente y las perspectivas de esta, así como una explicación de las medidas adoptadas de política monetaria y de su orientación futura.

Estos mecanismos vienen a complementar las disposiciones legales que, con la misma finalidad, están contenidas en la Ley de Autonomía del Banco de España: La prohibición de toda financiación monetaria del déficit público, las condiciones estrictas para la sustitución de los miembros del Consejo de Gobierno y las comparecencias regulares y extraordinarias del Gobernador ante el Parlamento, que son la base de un marco institucional que refuerza la credibilidad y transparencia de la política monetaria.



mentar sólidamente la confianza en el compromiso antiinflacionista de la política monetaria es imprescindible que se avance, sin desviaciones, por la senda de consolidación fiscal proyectada en el recientemente revisado Programa de Convergencia.

El régimen cambiario también puede limitar el margen de actuación de un banco central autónomo. La política cambiaria y la política monetaria, con libre circulación de capitales, no son sino dos caras de la misma moneda. En el esquema institucional propio de los países con un banco central independiente —y España no es una excepción— pueden surgir fricciones entre las exigencias que se derivan del régimen cambiario —cuya adopción es potestad del Gobierno— y las decisiones de política monetaria, que entran en la órbita de competencias del banco central. En todo caso, una enseñanza de los últimos años es que la estabilidad cambiaria, siendo un objetivo de gran importancia —tanto por sí mismo como por su contribución a la estabilidad nominal—, no puede alcanzarse de manera estable más que como consecuencia de políticas económicas que resulten coherentes, en su conjunto, con tal objetivo. El grado de integración, comercial y financiera, que España ha alcanzado con el resto de los países de la Unión Europea, junto con la tradición de estabilidad de precios del núcleo del área, constituyen una razonable garantía de que, a largo plazo, los objetivos de estabilidad nominal y de estabilidad cambiaria serán mutuamente compatibles, aunque a corto plazo pueden presentarse fricciones, en cuyo caso el Banco de España tendrá que actuar, de acuerdo con sus obligaciones estatutarias, concediendo prioridad al objetivo antiinflacionista.

Para aplicar el mandato de la Ley de Autonomía de perseguir «la finalidad primordial de lograr la estabilidad de precios», el Banco de España ha entendido que era necesario anunciar unos objetivos explícitos y relativamente detallados en materia de precios (véase recuadro I.3). En el mes de noviembre se estableció, como objetivo a medio plazo, situar la tasa de inflación, de manera gradual y estable, por debajo del 3 %, a lo largo 1997. Esta definición de los objetivos antiinflacionistas pone claramente el énfasis en el medio plazo como el horizonte temporal adecuado para la actuación de la política monetaria. No obstante, con el fin de proporcionar una idea más precisa de lo que el Banco de España entiende que debería ser un ritmo apropiado de descenso de la tasa de inflación, también se anunciaba que, para facilitar la consecución de los objetivos a medio plazo, esta debe situarse, a principios de 1996 —una vez absorbido el impacto de la elevación de los impuestos indirectos—, entre el 3,5 % y el 4 %.

Esta es, por tanto, la referencia desde la que deben analizarse las perspectivas de corrección de los desequilibrios de la economía española y, en consecuencia, de maduración de la actual fase de recuperación. La política monetaria reaccionará, como ya lo ha hecho en los primeros meses de 1995, cuando se perciban tendencias en la evolución de los precios que puedan poner en peligro la necesaria trayectoria de reducción de la inflación, para conseguir, en todo caso, que las condiciones monetarias y financieras obstaculicen la propagación de las tensiones y de las expectativas inflacionistas.

I.4. PERSPECTIVAS

España se encuentra, en 1995, ante una coyuntura económica relativamente favorable para sentar las bases de un crecimiento sostenido, si se avanza en la estabilidad nominal y se eliminan los obstáculos para una utilización eficiente y plena de sus recursos. La recuperación de las economías europeas, la equilibrada composición que muestran, en el momento actual, la demanda y el producto en España, la desaceleración de los costes salariales, la competitividad alcanzada por la industria española, la saneada posición financiera de familias y empresas, y el razonable grado de confianza que prevalece entre los agentes económicos, son algunos de los elementos más esperanzadores de la presente situación económica. Junto a ellos existen, sin embargo, riesgos claros que pueden obstaculizar el proceso de mejoría ya iniciado. El más importante de ellos estriba en las consecuencias inflacionistas de una aceleración excesiva de la demanda nacional, que desborde las posibilidades de aumento a corto plazo de la oferta interna, por las rigideces y la falta de competencia que todavía caracterizan al funcionamiento de algunos mercados en nuestro país.

El año ha empezado, en cuanto a la intensidad y la composición del crecimiento, prolongando las tendencias que se apreciaron al final de 1994. La economía ha estabilizado su ritmo de crecimiento real en torno al 3 %, ya que el dinamismo que mantiene la inversión en equipo no se ha trasladado al consumo privado, que evoluciona por una senda más moderada, y la demanda exterior neta ya no tiene una aportación positiva al crecimiento del producto. Los consumidores parecen no percibir suficientemente la consolidación en la mejora del empleo y están acusando la persistencia de incertidumbre y la inestabilidad de los mercados financieros y cambiarios.

Todavía no se dispone de elementos de juicio suficientes para valorar si la actuación del

sector público se está ajustando a la reducción programada del déficit, y la negociación salarial está incorporando, a través de los mecanismos de indiciación, el impacto transitorio en los precios de consumo del aumento en los impuestos indirectos, lo que crea cierta inquietud sobre la continuidad de la moderación salarial. La tasa de crecimiento del IPC ha aumentado durante los cuatro primeros meses hasta el 5,2 %, como consecuencia, por una parte, de la mencionada incidencia de los impuestos y de los problemas de oferta en algunos productos alimenticios, derivados, básicamente, de la sequía, y, por otra, de una aceleración de los precios industriales y de los servicios.

En esta situación, para prevenir el riesgo de un recrudecimiento de las tensiones inflacionistas es necesario, además de que la política monetaria adopte el tono apropiado, que no se interrumpa la moderación de los costes laborales unitarios —que, en un contexto de aumento del empleo, debe contar con la contención de los salarios nominales—, que se pongan en marcha las reformas estructurales precisas y que se mantenga el aumento moderado del gasto, acompasado a una expansión adecuada de la actividad productiva. Para ello, resulta fundamental el control del gasto público.

El crecimiento sostenido y no inflacionario requiere mantener el aumento del gasto total de las Administraciones Públicas por debajo de la tasa de crecimiento potencial de la economía en condiciones de estabilidad de precios. Pero, además, el comportamiento del gasto debe permitir reducir el nivel alcanzado por el déficit público estructural, que amenaza las posibilidades de una prosperidad continuada en nuestro país, porque financiar una parte sustancial de los gastos corrientes con cargo a los ingresos futuros no solo hipoteca los impuestos de mañana, sino que también estimula la inflación, y provoca aumentos de los tipos de interés reales, desanimando a la inversión privada y minando las bases del crecimiento real.

Además de contener el gasto público, es preciso potenciar el empleo y la ampliación de la capacidad productiva, eliminando las trabas que inhiben la asignación eficiente de los recursos disponibles y aumentando las posibilidades de producción futuras. La adecuada regulación legal de los mercados es un aspecto esencial para la estabilidad y la eficiencia de la economía. En este terreno, deben corregirse, sobre todo, las dificultades que existen en el mercado de trabajo para aumentar el volumen de em-

pleo estable, la inadecuación de la estructura salarial a las productividades relativas de los trabajadores en distintas actividades, la falta de competencia en algunos mercados y los estrangulamientos existentes en otros. La persistencia de estas distorsiones reduce considerablemente el potencial de crecimiento de la economía española y perpetúa la desigualdad de oportunidades entre individuos y empresas, discriminando en contra de los más débiles.

La política económica tiene la responsabilidad de establecer las condiciones necesarias para promover el crecimiento no inflacionista de la economía. Pero importa también a los agentes privados comprender las exigencias que este objetivo conlleva, aceptar que una competencia más libre es el medio más útil para conseguir mayor eficiencia y más igualdad de oportunidades para todos, asumir los riesgos que cualquier actividad económica implica, conociendo los límites con que se encuentran los poderes públicos para aliviar —que no eliminar— las consecuencias de tales riesgos, cuando las hacen recaer sobre la sociedad en su conjunto.

La situación económica en 1995 es propicia para acelerar los cambios requeridos para dotar de estabilidad a la demanda agregada y potenciar las posibilidades de expansión de la oferta. Un avance más rápido en el proceso de consolidación fiscal, la introducción de condiciones más favorables para la creación de empleo estable y para el aumento de la competencia de los mercados y de la transparencia y flexibilidad en la gestión de recursos todavía estrictamente regulados —como el suelo urbano—, la continuidad del aumento moderado de los salarios y una mayor adaptabilidad de la estructura salarial, tendrían efectos conjuntos muy favorables sobre la capacidad productiva y el empleo de la economía española, atenuando además los riesgos de inestabilidad nominal que en ocasiones anteriores han acabado estrangulando el crecimiento real.

Si se abordan estos cambios con la necesaria celeridad, las perspectivas de la economía española pueden ser alentadoras, pero si no se aprovecha la mejoría coyuntural de la situación económica para realizar los ajustes pendientes, puede que la fase de expansión no alcance la maduración y la solidez necesarias. Los desequilibrios generados por la aceleración del gasto frente a las rigideces y estrangulamientos de la oferta podrían hacer inevitables, prematuramente, medidas de política económica, monetarias y fiscales, de carácter estabilizador.

CAPÍTULO II

EL CONTEXTO EXTERIOR: EVOLUCIÓN ECONÓMICA INTERNACIONAL

II.1. INTRODUCCIÓN

La recuperación de la economía española en 1994 encuentra su explicación, en buena medida, en un contexto exterior sumamente favorable. Desde el punto de vista de las exportaciones españolas, al restablecimiento de la competitividad de años anteriores se sumó un dinamismo notable de la demanda exterior, consecuencia del mantenimiento de altas tasas de crecimiento en las economías que habían iniciado anteriormente la recuperación —Estados Unidos, el Reino Unido y otros países anglosajones— y de un crecimiento mayor del previsto en los países de Europa continental, origen y destino de la mayor parte de nuestros intercambios comerciales. Por lo que se refiere a áreas geográficas menos integradas con la economía española, la recuperación de la economía japonesa fue, en 1994, moderada, mientras que se mantuvo un notable dinamismo en algunos países en desarrollo del área asiática y latinoamericana, y un número creciente de países de Europa central y del este experimentaron tasas de crecimiento del producto positivas, tras varios años de intenso ajuste. El efecto global de este panorama internacional sobre la economía española fue muy positivo: dos terceras partes del crecimiento del producto en 1994 fueron imputables a la demanda exterior neta.

La recuperación de los países de la UE tuvo unas características y una evolución similares a las de España, desde el punto de vista de los componentes de la demanda. En los meses finales de 1993 y primeros de 1994, el crecimiento se asentó en el impulso del sector exterior. A medida que transcurría el año 1994, sin embargo, la demanda interna fue cobrando mayor ímpetu. La inversión en capital fijo mostró un perfil de mayor aceleración a lo largo del año, favorecida por la recuperación de los excedentes empresariales, mientras que el consumo mantuvo un crecimiento más atenuado y uniforme, constreñido por la escasa recupera-

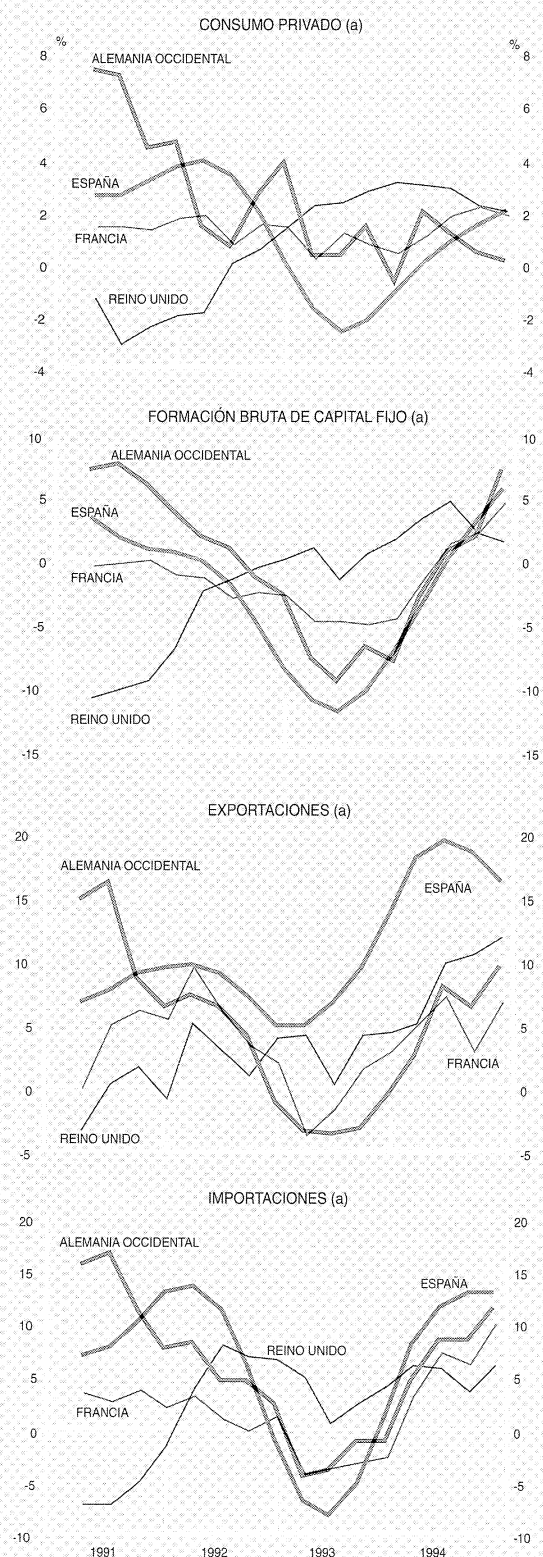
ción del empleo y por la moderación salarial (véase gráfico II.1).

Esta pauta de recuperación permitió, en el conjunto de la UE, el mantenimiento de un pequeño superávit corriente en 1994, mientras que aumentó el ya elevado excedente japonés y se amplió el persistente déficit de la economía estadounidense. El comercio mundial experimentó una notable reactivación, alcanzando tasas de crecimiento cercanas al 9 %, frente al 3,8 % registrado el año anterior.

Las tasas de inflación en los países de nuestro entorno continuaron descendiendo en 1994, lo que permitió, en buen número de países, alcanzar niveles mínimos históricos. Es significativo el mantenimiento de un crecimiento de los precios muy moderado en los países situados en una fase del ciclo más avanzada, que normalmente está asociada con mayores tensiones de precios. En bastantes países, la aplicación de políticas monetarias cautelosas y las reformas estructurales en el mercado de trabajo —que han propiciado crecimientos muy moderados de los costes laborales por unidad de producto, especialmente en los países de la UE— parecen haber contribuido a hacer estas economías menos proclives a las tensiones inflacionistas. Sin embargo, subsisten elementos de preocupación en los condicionantes de la inflación: el aumento del precio de las materias primas y los desequilibrios fiscales acumulados en la mayoría de los países industrializados. Desde el punto de vista de la economía española, el mantenimiento de un adecuado control de la inflación en las economías de nuestro entorno tiene efectos positivos sobre nuestras propias posibilidades de alcanzar la estabilidad nominal. No obstante, la transmisión de la moderación de los precios exteriores a los precios internos descansa, de manera esencial, sobre el mantenimiento de una cierta estabilidad del tipo de cambio, condición que no se ha dado en España en el período más reciente, en parte por desequilibrios económicos e incertidumbres

GRÁFICO II.1

Evolución de los principales componentes del PIB



Fuentes: Fuentes nacionales y Banco de España.

(a) Tasas de variación interanual.

políticas internas y, en parte, por perturbaciones y factores de inestabilidad procedentes de los mercados financieros internacionales.

Las políticas económicas del resto de los países —en especial los de la Unión Europea— siguieron condicionando nuestras propias políticas fiscal y monetaria: la persistencia de los desequilibrios presupuestarios fue común a un buen número de países europeos, cuyo alejamiento de los planes de consolidación fiscal, establecidos para alcanzar los objetivos de la unión monetaria, constituye un motivo de preocupación; las políticas monetarias europeas continuaron estrechamente ligadas a la de Alemania, donde prosiguió el descenso de los tipos de interés hasta el verano de 1994, momento a partir del cual se produjo una estabilización, que se prolongó hasta abril de 1995. Las políticas monetaria y cambiaria españolas se vieron afectadas también por factores específicos, que aconsejaron un endurecimiento de las condiciones monetarias a principios de 1995. Entre dichos factores cabe destacar dos: en primer lugar, el mantenimiento de un diferencial de inflación todavía desfavorable, que es imperioso eliminar en los próximos años, y que amenaza con ampliarse adicionalmente en la fase alta del ciclo, si no se adoptan medidas preventivas con suficiente antelación; en segundo lugar, la debilidad recurrente de la peseta, que, en la medida en que comporta también riesgos inflacionistas, obliga a extremar la cautela de la política monetaria.

Los mercados financieros internacionales se han caracterizado, un año más, por la inestabilidad, que en 1994 se ha manifestado en dos fenómenos: la caída intensa y generalizada del precio de los bonos y la persistente debilidad del dólar. Ambos fenómenos han tenido una acusada incidencia sobre los mercados financieros españoles. El ascenso de las rentabilidades a largo plazo, originado en Estados Unidos, se propagó rápidamente al resto del mundo y terminó teniendo un impacto mayor en los países donde habían caído más los tipos de interés a largo plazo en 1993, y en aquellos con menor tradición de control de la inflación, con monedas sometidas a devaluaciones recientes y con desequilibrios fiscales graves: circunstancias todas ellas que concurren en el caso de España, por lo que la crisis de los mercados de bonos tuvo un especial impacto sobre nuestro país. En cuanto a la debilidad del dólar, apenas incidió sobre el Sistema Monetario Europeo —y, por tanto, sobre la peseta— hasta el mes de diciembre, lo que permitió mantener la estabilidad del mecanismo de cambios durante la mayor parte del año. Pero, a partir de la crisis del peso mejicano, el dólar experimentó un rápido e intenso proceso de depreciación frente

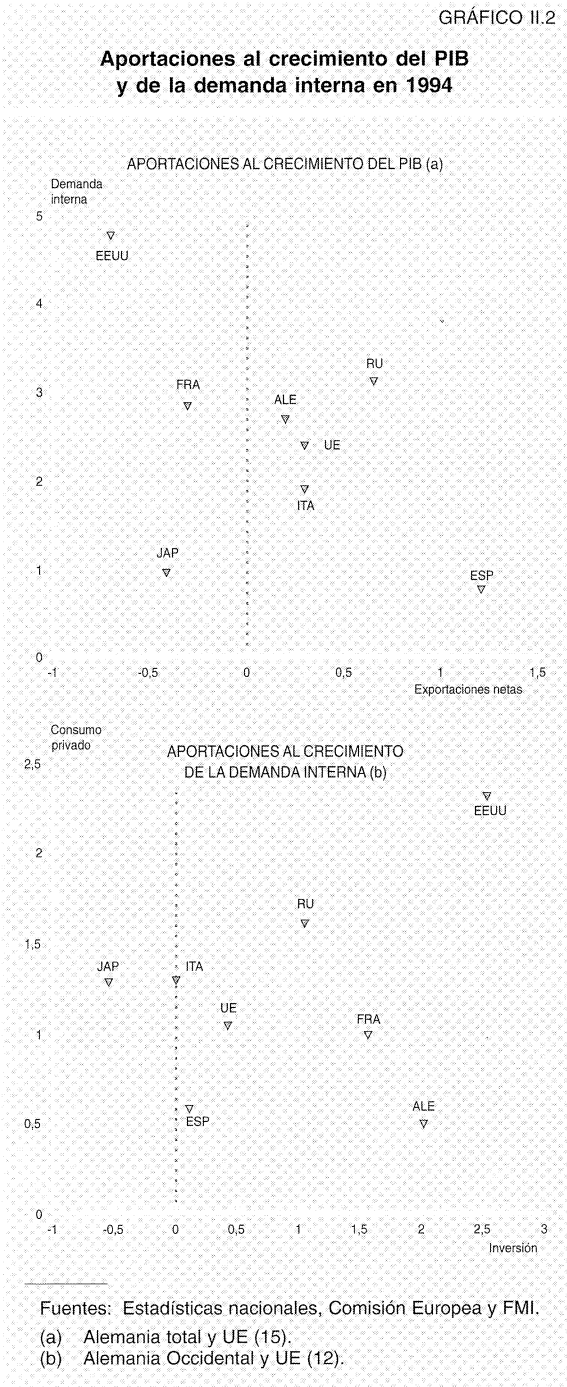
al marco y frente al yen, en un contexto de revisión de los riesgos en las carteras internacionales, en beneficio de las monedas consideradas seguras y en detrimento de los mercados emergentes o periféricos. La fortaleza del marco en el SME afectó especialmente a la peseta, que era entonces la moneda más débil del Sistema, y cuya vulnerabilidad se veía acentuada por una situación política inestable. La debilidad de la peseta desembocó en la devaluación de su paridad central, junto con la del escudo, en el mes de marzo de 1995. Otras monedas integrantes del mecanismo de cambios se vieron sometidas a presiones bajistas, que obligaron, en algunos casos, a elevaciones defensivas de los tipos de interés en el primer trimestre de este mismo año.

En resumen: el contexto internacional aportó en 1994 a la economía española un impulso de demanda mayor de lo esperado, pero indujo también perturbaciones de los mercados financieros y cambiarios, que dificultaron la instrumentación de las políticas económicas y enturbiaron su adecuada transmisión a las variables macroeconómicas relevantes. La perseverancia en políticas rigurosas y orientadas a la estabilidad debería permitir, en 1995, aprovechar el impulso de la demanda exterior —para lo cual la economía española cuenta con una excelente posición de partida, en términos de competitividad— y minimizar, al mismo tiempo, el impacto de las perturbaciones financieras mencionadas.

II.2. LOS GRANDES BLOQUES DE LA ECONOMÍA MUNDIAL

II.2.1. Resultados económicos

En 1994 los países industrializados registraron una expansión económica generalizada, que se ha traducido en una tasa media de crecimiento del producto real del 3 %. Esta evolución, que contrasta con el desfase cíclico que los tres grandes bloques de la economía mundial habían mostrado desde 1990, es consecuencia de la recuperación de la actividad en aquellas economías que alcanzaron el punto más bajo del ciclo en 1993 y primeros meses de 1994 —los países continentales de la Unión Europea y Japón, respectivamente— y la continuación de la expansión en las economías anglosajonas —Estados Unidos y el Reino Unido, principalmente—, cuya salida de la recesión había tenido lugar con anterioridad. El mayor dinamismo de la actividad ha sido compatible con el mantenimiento de tasas de inflación reducidas, si bien, a lo largo del año, se fueron desarrollando expectativas de aceleración de los precios en algunos países. El empleo siguió au-



mentando de forma sostenida en el segundo grupo de países citado, mientras que su avance fue aún modesto en aquellos en donde la recuperación de la producción es más reciente.

En 1994, Estados Unidos registró su tercer año consecutivo de expansión económica (véase cuadro II.1). En el conjunto del año, el PIB aumentó un 4 %, en términos reales, impulsado por la firmeza de la demanda interna (véase gráfico II.2). El fuerte ritmo de generación de empleo permitió una notable expansión de la renta disponible de las economías domésticas,

Países industrializados. Evolución económica

	Producción real (a)			Precios de consumo (b)			Tasas de paro (c)			Balanza de pagos por cuenta corriente (d)			Superávit (+) o déficit (-) público (e)		
	1992	1993	1994	1992	1993	1994	1992	1993	1994	1992	1993	1994	1992	1993	1994
Estados Unidos	2,3	3,1	4,0	3,0	3,0	2,6	7,4	6,8	6,1	-1,1	-1,6	-2,2	-4,3	-3,4	-2,0
Japón	1,1	-0,2	0,6	1,7	1,3	0,7	2,2	2,5	2,9	3,2	3,1	2,8	1,5	-1,4	-2,9
UE (f)	1,0	-0,4	2,8	4,5	3,7	2,6	9,8	11,1	11,6	-1,0	0,1	0,4	-5,1	-6,4	-5,8
Alemania (g)	2,2	-1,1	2,9	4,0	4,1	3,0	7,7	8,8	9,6	-1,1	-1,0	-1,1	-2,6	-3,3	-2,4
Francia	1,7	-1,5	2,7	2,4	2,1	1,7	10,3	11,6	12,6	0,3	0,8	0,8	-3,9	-5,8	-5,8
Italia	0,7	-0,7	2,2	5,3	4,2	3,9	10,7	10,4	11,5	-2,3	1,2	1,5	-9,5	-9,5	-9,2
Reino Unido	-0,6	2,1	3,8	3,7	1,6	2,5	9,7	10,3	9,3	-1,6	-1,8	-0,3	-6,1	-7,9	-6,8
España	0,7	-1,1	2,0	5,9	4,6	4,7	18,4	22,7	24,2	-3,0	-0,4	-0,8	-4,2	-7,5	-6,7
Holanda	1,3	0,4	2,4	3,2	2,6	2,8	6,7	7,7	8,8	2,3	3,2	3,5	-3,9	-3,3	-3,5
Bélgica	1,9	-1,7	2,3	2,4	2,7	2,4	8,2	9,4	10,1	3,0	5,4	5,4	-6,7	-6,6	-5,4
Luxemburgo	2,8	2,8	2,8	3,1	3,6	2,2	1,6	2,1	2,8	...	...	...	-0,9	-0,5	0,5
Dinamarca	1,3	1,4	4,6	2,1	1,3	2,0	11,3	12,2	12,1	3,4	4,1	2,9	-2,6	-4,4	-4,3
Irlanda	5,0	4,0	5,2	3,1	1,4	2,3	15,5	15,7	14,8	4,8	7,6	6,1	-2,9	-2,7	-2,5
Portugal	1,5	-1,0	1,0	8,9	6,5	5,2	4,1	5,5	6,8	—	-0,5	0,5	-3,5	-7,3	-6,5
Grecia	0,8	-0,5	1,0	15,9	14,4	10,9	8,7	9,8	10,0	-3,0	-1,7	-1,5	-9,3	-13,3	-12,9
Austria	1,8	-0,1	2,8	4,0	3,6	3,0	3,8	4,3	4,1	-0,7	-1,0	-1,1	-2,0	-4,1	-4,4
Finlandia	-3,6	-1,6	3,9	2,9	2,2	1,1	13,1	17,9	18,5	-4,6	-1,0	1,1	-5,9	-7,8	-5,5
Suecia	-1,9	-2,1	2,0	2,3	4,6	2,2	5,3	8,2	7,9	-2,4	-0,4	—	-7,4	-13,3	-11,4

Fuentes: Fondo Monetario Internacional, OCDE, Comisión Europea y Banco de España.

(a) Tasas de crecimiento.

(b) Tasas de crecimiento medias anuales.

(c) Porcentajes sobre la población activa.

(d) Porcentajes sobre PIB. Los datos de Bélgica incluyen Luxemburgo.

(e) Porcentajes sobre PIB. Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación de las Administraciones Públicas.

(f) Incluye los datos de Austria, Finlandia y Suecia.

(g) Los datos de precios de consumo corresponden a la antigua República Federal.

que, junto con la mejora continuada de la confianza de los consumidores y, en la primera parte del año, la caída de la tasa de ahorro, favoreció el dinamismo del consumo privado. Por el contrario, el consumo y la inversión públicos mantuvieron su contribución negativa al crecimiento del PIB, como consecuencia del propósito de reducir el gasto público. La inversión privada, especialmente en bienes de equipo, registró, también, un fuerte avance, impulsada por el aumento de los beneficios empresariales, las altas tasas de utilización de la capacidad productiva instalada y el aumento de la demanda, tanto interna como externa. No obstante, en los meses finales de 1994 y primeros de 1995, este componente de la demanda pareció verse afectado por la orientación más contractiva que adoptó la política monetaria a lo largo del año. Así, de acuerdo con la información que ofrecen los distintos indicadores de producción y demanda, el crecimiento de la economía norteamericana podría haberse desacelerado en los primeros meses de 1995.

A pesar del vigor mostrado por las exportaciones —en un contexto de mayor dinamismo de los mercados exteriores y favorecidas por la evolución del dólar—, la expansión de las im-

portaciones, para satisfacer el aumento de la demanda interna, hizo que la aportación del sector exterior al crecimiento del PIB siguiera siendo negativa (0,6 puntos porcentuales). Esta evolución de las exportaciones netas se reflejó, asimismo, en una nueva ampliación del déficit de la balanza corriente, que ascendió, en 1994, a 155,7 miles de millones de dólares (2,2 % del PIB), próximo al máximo histórico de 1987.

El ininterrumpido crecimiento del empleo a lo largo de 1994 se reflejó en un paralelo descenso de la tasa de paro, que, en diciembre, alcanzaba al 5,4 % de la población activa. Cabe señalar que, en la primera mitad del año, la reducción del número de desempleados estuvo acompañada por un descenso de la tasa de actividad, fenómeno anómalo en un período de mejoría del mercado de trabajo. De acuerdo con distintas estimaciones, las tasas de paro registradas en la segunda mitad del año estarían ya por debajo del nivel de desempleo compatible con la estabilidad de la tasa de inflación. Sin embargo, la moderación que han mostrado los salarios del conjunto de la economía en 1994 —crecieron un 2,8 %, en media anual, comportamiento que fuentes oficiales han asociado a la mayor inseguridad laboral, como

consecuencia del aumento de la proporción de empleos temporales—, en unión de las fuertes ganancias de productividad, han reducido las presiones inflacionistas por el lado de los costes laborales, que, en términos unitarios, crecieron ligeramente por encima del 2 %.

A lo largo del año, la sostenida expansión de la actividad productiva, el aumento de los precios de las materias primas, los indicios de escasez de recursos en los mercados de factores productivos —reflejados, entre otros indicadores, en las bajas tasas de paro y en el elevado grado de utilización de la capacidad instalada, que alcanzó niveles desconocidos desde 1979— y los repuntes temporales de otros precios internos alimentaron una prevención constante sobre la posibilidad de un aumento de la tasa de inflación, que, finalmente, no se materializó. En el conjunto de 1994, la tasa de crecimiento de los precios de consumo fue del 2,6 %, inferior al 3 % registrado en el año anterior. Sin embargo, a pesar del comportamiento favorable de los precios en 1994, persisten las expectativas inflacionistas en esta economía, acentuadas en los meses más recientes por nuevos repuntes en los precios industriales y por la magnitud de la depreciación del dólar desde finales de diciembre. En todo caso, la aceleración de los precios no ha sido significativa en los primeros meses de 1995: en el primer trimestre, la tasa interanual de aumento de los precios de consumo fue del 2,9 %, frente al 2,7 % en el trimestre anterior.

En Japón, la lenta y moderada reactivación de la actividad económica, iniciada en el primer trimestre de 1994, fue impulsada por las políticas monetaria y fiscal y por el progresivo ajuste de las existencias de capital y de bienes duraderos. En el conjunto del año 1994, el producto creció cerca de un 1 %. La inversión pública y la inversión residencial han sido los componentes de la demanda que han mostrado un mayor dinamismo. La recuperación del consumo privado se benefició del aumento de la renta disponible y de la confianza de los consumidores, resultante de la reducción de impuestos directos y de la tenue mejora de las condiciones del mercado de trabajo. A pesar del reducido nivel de los tipos de interés y de la recuperación de los beneficios empresariales, la inversión en bienes de equipo mostró una notable atonía, debido a la baja tasa de utilización de la capacidad productiva, a las dificultades para acceder a la escasa oferta de crédito y al desplazamiento de una parte de los proyectos de inversión al extranjero, a fin de mantener la participación de los productos japoneses en los mercados exteriores y paliar las consecuencias de la apreciación del yen. A medio plazo, las necesidades de reconstrucción tras el reciente terremoto de

Kobe deberían incidir positivamente sobre la tasa de inversión y sobre el conjunto de la actividad productiva, tal y como apuntan las previsiones de crecimiento del PIB en el primer trimestre de 1995.

El deterioro del mercado de trabajo tendió a atenuarse a lo largo del año, como atestiguan tanto la evolución del empleo (cuyo crecimiento medio fue del 0,1 %) como la tasa de paro (que, en medias anuales, aumentó cuatro décimas, hasta el 2,9 %). El mayor número de horas trabajadas y la estabilización de la relación entre ofertas y solicitudes de empleo, que pone un suelo a su reciente tendencia descendente, señalan, asimismo, la incipiente mejora.

En 1994, la intensificación de la competencia en el sector de distribución, el abaratamiento de los bienes importados —por la apreciación del yen— y la debilidad de la demanda se conjugaron como factores explicativos del estancamiento de los precios: la tasa de inflación, medida por el IPC, fue del 0,7 % en media anual, aumento que, teniendo en cuenta la mejora de la calidad de los productos, refleja probablemente una situación de deflación. Sin embargo, la moderación del ritmo de caída de los precios al por mayor a lo largo del año constituye un indicio de que las presiones deflacionistas podrían haber comenzado a amainar.

Por segundo año consecutivo, la aportación del sector exterior al crecimiento de la economía fue negativa, debido, principalmente, a la sostenida apreciación del yen en términos reales —del 27,4 % frente al conjunto de países desarrollados, entre diciembre de 1992 y marzo de 1995—, y a pesar de la menor fortaleza de la demanda interior japonesa, en relación con sus principales socios comerciales. No obstante, los saldos de la balanza comercial y corriente, medidos en dólares, presentaron superávit de magnitud análoga a los registrados en 1993.

En la Unión Europea, la velocidad de la reactivación desbordó las previsiones iniciales para 1994 y se tradujo, finalmente, en un crecimiento de la producción real del conjunto del área estimado en torno al 2,8 %. Este resultado estuvo, además, acompañado de una sustancial convergencia de las tasas de expansión de la actividad de los países comunitarios, tal y como se detalla en el epígrafe II.3.

La recuperación económica de los países de la UE fue cobrando firmeza a medida que proseguía el descenso de los tipos de interés y aumentaba la confianza de los agentes privados. La consolidación de la recuperación coincidió, no obstante, con la aparición de algunos elementos de naturaleza adversa, a los que ya se

ha aludido anteriormente: por un lado, el encajecimiento de la financiación a largo plazo, como resultado de la brusca elevación de las rentabilidades negociadas en los mercados mundiales de deuda y, por otro, desde finales de diciembre de 1994, la aceleración de la depreciación del dólar y su efecto nocivo sobre las monedas europeas, que se vieron nuevamente inmersas en un clima de alta volatilidad y de fuertes tensiones cambiarias.

La tasa de paro del conjunto de la UE siguió ascendiendo durante la primera mitad de 1994, hasta alcanzar un nivel máximo del 11,6 % de la población activa en los meses centrales del año, evolución en parte imputable al retraso con el que el mercado laboral responde habitualmente a las variaciones de la actividad económica, pero que posiblemente refleja, también, rigideces estructurales de los mercados de trabajo europeos (véase recuadro II.1).

La inflación tuvo un comportamiento favorable: no solo descendió el crecimiento medio de los precios de consumo del conjunto de la UE hasta el 3,1 %, sino que además aumentó la convergencia entre las tasas nacionales. La reducción de las presiones inflacionistas es imputable al pequeño ascenso de los costes laborales unitarios —resultante tanto de la moderación salarial como de las ganancias de productividad—, al todavía bajo grado de utilización de los factores productivos y a las recientes reformas estructurales del mercado de trabajo, elementos que, en algunos países, contrarrestaron los efectos de las elevaciones de los impuestos indirectos. El repunte de los precios industriales a lo largo del año, rasgo común a varios Estados miembros, no se ha trasladado, por el momento, a los precios de consumo.

En consonancia con la mayor fortaleza relativa de la demanda interna en otras áreas del mundo, el superávit comercial de la UE registró en 1994 una ampliación hasta el 1,4 % del PIB, según estimaciones provisionales, mientras que el superávit por cuenta corriente se estabilizó en torno al 0,4 % del PIB.

II.2.2. Políticas económicas

En los principales países industrializados —a excepción de Japón—, el margen de actuación de la política fiscal continuó estando limitado, en 1994, por la necesidad de corregir los abultados desequilibrios presupuestarios heredados del pasado. Las políticas monetarias dispusieron, en general, de una mayor capacidad para adecuarse a la posición cíclica de las distintas economías, aunque tal capacidad pudo verse limitada, en algunos casos, por la

evolución de los mercados financieros y cambiarios.

En los primeros meses del año, la continuación de la asincronía cíclica entre los tres grandes bloques de la economía mundial se plasmó en una orientación diferenciada de sus políticas monetarias. Sin embargo, la confirmación de la expansión económica generalizada hizo que, a lo largo del año, un número cada vez mayor de países se fuera incorporando a la tendencia alcista de los tipos de interés. Los países que, a lo largo de 1994, optaron por un endurecimiento de la política monetaria tuvieron como denominador común el carácter preventivo que acompañó a tal decisión, que respondía en mayor medida al deseo de anticiparse a futuras tensiones inflacionistas —procedentes de las presiones por el lado de los costes o, en algunos casos, por la debilidad del tipo de cambio— que a una elevación de la inflación observada.

Estados Unidos fue el primer país que decidió cambiar el tono que había mantenido su política monetaria en años anteriores. La intensidad y duración de la expansión económica hicieron que la atención de las autoridades norteamericanas se trasladase a los riesgos inflacionistas derivados de la creciente escasez de recursos productivos. Entre febrero de 1994 y marzo de 1995, la Reserva Federal elevó en siete ocasiones sus tipos de interés oficiales (véase cuadro II.2), tras lo cual el tipo de descuento y el tipo objetivo de los fondos federales pasaron de un nivel, del 3 % en ambos casos, al 5,25 % y 6 %, respectivamente. Aparentemente, los tres aumentos iniciales —instrumentados entre los meses de febrero y abril de 1994—, de 0,25 puntos porcentuales en cada ocasión, fueron insuficientes para aplacar las expectativas inflacionistas, lo que se reflejó en una aceleración simultánea de la trayectoria alcista que las rentabilidades negociadas en los mercados de deuda venían siguiendo desde octubre de 1993 (véase gráfico II.3). Sin embargo, las alzas posteriores, decididas por la Reserva Federal en mayo, agosto y noviembre de 1994 y en febrero de 1995, iguales o superiores en todos los casos a medio punto, permitieron, en primer lugar, una mayor estabilidad y, desde noviembre, una reducción de los tipos de interés a largo plazo. No obstante, a pesar de los indicios de desaceleración de la actividad en los primeros meses de 1995 y de la favorable evolución de la inflación, persisten incertidumbres acerca de la idoneidad del grado de restricción monetaria introducida, a causa de la fuerte expansión del crédito, de la debilidad del dólar y de la longitud y variabilidad del retardo con el que la política monetaria deja sentir sus efectos sobre la actividad económica.

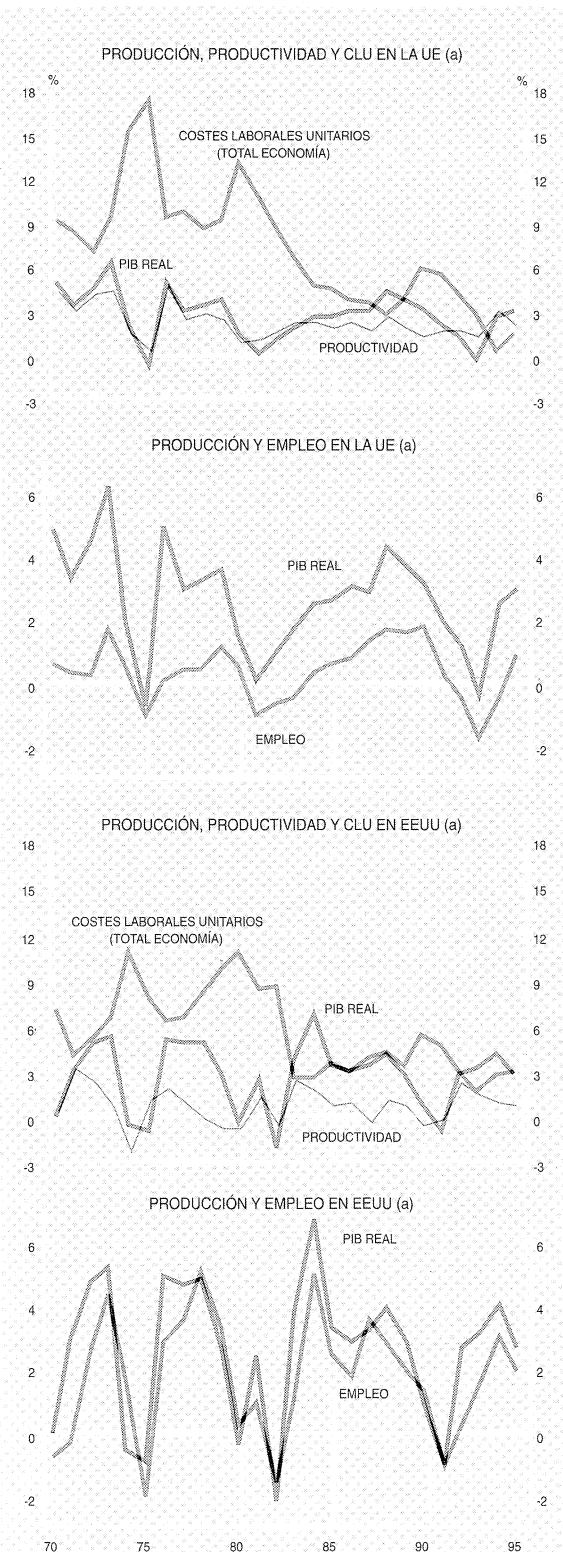
Productividad, empleo y ciclo económico

Los gráficos adjuntos recogen la evolución, en los últimos veinticinco años, del crecimiento del producto, del empleo, de la productividad y de los costes laborales unitarios de la Unión Europea y de Estados Unidos. De su observación se deducen algunas conclusiones interesantes:

En primer lugar, cabe destacar la evolución, casi idéntica, de las tasas de crecimiento del producto y del empleo en Estados Unidos, que revela una transmisión casi perfecta de la evolución cíclica de la economía a la creación y destrucción de puestos de trabajo. Por el contrario, en la Unión Europea, la tasa de crecimiento del empleo es sistemáticamente inferior a la del producto, lo que revela que el crecimiento económico ha sido, en este cuarto de siglo, comparativamente menos intensivo en trabajo en los países europeos. Esta diferencia se refleja, evidentemente, en las respectivas variaciones de la productividad aparente del trabajo, que son positivas en todos los años en el caso de la UE (donde la media del período es del 2,3 %), pero cambian de signo en Estados Unidos (donde su crecimiento medio anual es de tan solo un 0,8 %). Estos resultados deben interpretarse, no obstante, con suma cautela, debido a las diferencias existentes tanto en la medición estadística de la productividad como en aspectos tecnológicos, institucionales, regulatorios y organizativos de los mercados de trabajo de ambas áreas, que han registrado, además, cambios importantes en un período tan dilatado.

En segundo lugar, son destacables ciertos cambios que se registran en la UE: en los años setenta, se observa una asimetría en la comparación de las tasas de crecimiento del producto y del empleo, que tienden a aproximarse en la fase baja del ciclo y a alejarse en su fase alta, lo que induce un acusado perfil cíclico de la productividad; en los años ochenta, no obstante, puede verse que la diferencia entre las tasas de crecimiento del producto y del empleo tiende a mantenerse más constante a lo largo del ciclo, de manera que el crecimiento de la productividad se hace más estable y se atenúa su carácter cíclico, de manera más clara, en apariencia, en la fase de declive.

En tercer lugar, la evolución de los costes laborales unitarios (CLU) refleja dos fenómenos: por una parte, una tendencia a la desaceleración a lo largo de todo el período —más acusada en el caso de la UE—, posiblemente consecuencia tanto de los efectos de las políticas desinflationistas sobre el crecimiento salarial como de la liberalización del mercado de trabajo y de la menor escasez relativa de este factor conforme se avanza en el período; por otra parte, el perfil de evolución de los CLU parece mostrar un reflejo retardado —con un desfase de uno a dos años— de la reacción de los salarios respecto a la marcha general del ciclo económico, lo que, a su vez, podría ser consecuencia tanto de la existencia de acuerdos salariales plurianuales como de otras rigideces del mercado de trabajo, que inducen un insuficiente ajuste contemporáneo de los salarios a las variaciones de la producción, tanto al alza como a la baja.



Fuente: Comisión Europea.
(a) Tasas de variación.

Modificaciones de los tipos de interés oficiales (a)

	1994												1995				Nivel 30 abril 1995
	ENE	FEB	MAR	ABR	MAY	JUN	JUL	AGO	SEP	OCT	NOV	DIC	ENE	FEB	MAR	ABR	
Estados Unidos	...	0,25	0,25	0,25	0,50	...	...	0,50	...	...	0,75	...	...	0,50	...	...	6,00
Japón	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	-0,75	1,00
Alemania	...	-0,50	...	-0,25	-0,50	...	...	...	...	...	...	...	...	...	-0,50	...	4,00
Francia (b)	...	...	...	-0,25	-0,35	...	...	...	...	...	...	...	...	...	1,60	-0,25	7,75
Italia	...	-0,50	...	...	-0,50	...	...	0,50	...	...	...	...	...	0,75	...	...	8,25
Reino Unido	...	-0,25	...	...	...	...	...	...	0,50	...	...	0,50	...	0,50	...	...	6,75
España	-0,25	-0,25	-0,50	-0,25	-0,25	...	...	-0,15	...	...	...	...	0,65	...	0,50	...	8,50
Holanda	...	-0,25	...	-0,25	-0,25	...	...	...	...	...	...	...	...	...	-0,50	...	4,00
Bélgica	-0,40	-0,45	-0,35	-0,45	-0,35	-0,30	-0,10	...	...	...	...	...	...	...	0,40	-0,50	4,75
Dinamarca	-0,50	-0,25	...	-0,10	-0,30	...	-0,10	...	...	...	...	...	...	...	1,50	-0,50	6,50
Irlanda	-0,25	...	...	-0,25	-0,25	...	...	...	...	...	...	...	...	...	1,00	...	7,25
Portugal	-0,50	-0,50	...	1,00	-0,62	...	1,12	-1,25	-0,50	-0,25	...	...	...	0,38	...	...	8,88
Austria	...	-0,25	...	-0,25	-0,25	...	...	...	...	...	...	...	...	...	-0,50	...	4,00
Finlandia	-0,93	-0,50	0,21	0,01	0,16	0,02	0,05	0,11	-0,19	-0,07	-0,03	0,53	-0,05	0,25	...	...	5,75
Suecia (c)	...	-0,25	...	...	-0,30	...	...	0,25	...	...	0,20	0,20	...	0,30	0,30	0,21	8,41

Fuente: Banco de España.

- (a) Estados Unidos, objetivo fondos federales. Japón y Alemania, tipo oficial de descuento. Francia, *repos* 5-10 días. Italia, tipo oficial de descuento. Reino Unido, tipo básico. España, subasta de certificados de depósitos. Holanda, anticipos ordinarios. Bélgica, tipo de subastas de préstamos. Dinamarca, subasta de certificados de depósitos. Irlanda, anticipos a corto plazo. Portugal, tipo de absorción de liquidez. Austria, tipo oficial de descuento. Finlandia, tipo de subastas. Suecia, operaciones *repo*.
- (b) Suspensión temporal de *repos* 5-10 días, desde el 8 de marzo de 1995. Sustitución por préstamos a un día.
- (c) El 1 de junio de 1994 cambió el esquema de instrumentación de la política monetaria, siendo sustituido el tipo marginal de la subasta de préstamos por el de las operaciones *repo*.

En Japón, la estabilidad de precios y la fragilidad de la recuperación aconsejaron, en 1994, el mantenimiento del tipo de descuento en el nivel del 1,75 % alcanzado en septiembre de 1993. En los primeros meses de 1995, la intensa apreciación del yen y las persistentes dudas sobre la solidez de la recuperación han justificado un nuevo descenso, hasta el 1 %, nivel raramente alcanzado, entre los principales países, desde la posguerra.

La instrumentación de la política monetaria en los países de la UE continuó caracterizada por la cautela en el manejo de los tipos de interés, condicionada por el cambio de ciclo económico, por las dudas acerca de la contribución de las restantes políticas económicas al control de los precios y por la tradicional preocupación de estos países —en especial los miembros del SME— por la estabilidad de los tipos de cambio. A lo largo de 1994 se distinguieron dos etapas diferenciadas en la evolución de los tipos de interés oficiales: en el primer semestre, la mayor parte de las economías europeas siguió el ritmo impuesto por Alemania al proceso de reducción de tipos de interés; esta trayectoria a la baja se interrumpió en los meses centrales del año y, a partir de agosto, cambió de dirección en los países en los que comenzaron a percibirse mayores amenazas inflacionistas o presiones depreciatorias. El gradualismo de las

acciones de política monetaria y el notable grado de sincronía de la recuperación de las distintas economías europeas favorecieron que la relativa estabilidad cambiaria entre las monedas del mecanismo cambiario del SME, conseguida tras la ampliación de las bandas de fluctuación, en agosto de 1993, se prolongara hasta mediados de diciembre de 1994. A partir de esa fecha, diversos factores de distinta naturaleza, entre los que destacan la caída del dólar y las incertidumbres políticas en algunos países de la UE, determinaron el inicio de un nuevo período de inestabilidad cambiaria (véase el epígrafe II.4).

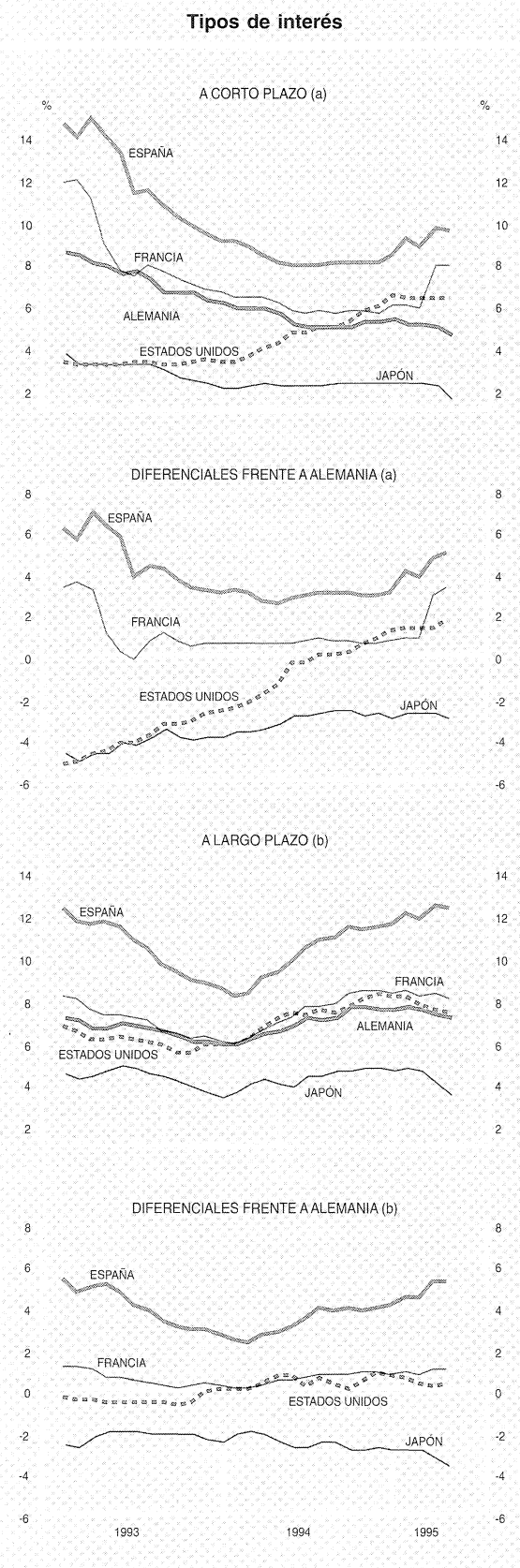
Por el lado de las políticas fiscales, en Estados Unidos el déficit de las Administraciones Públicas registró una corrección significativa (hasta situarse en el 2 % del PIB), fruto más de las medidas discrecionales adoptadas que de la contribución del ciclo económico. A nivel federal, el consumo público continuó la senda descendente iniciada en 1992, como reflejo de la reducción de las compras de bienes y servicios en términos nominales (concentrada en el capítulo de defensa) y, en menor medida, de la disminución del número de empleados públicos. El presupuesto de la administración federal para el año fiscal iniciado en octubre de 1994 prevé una caída adicional del gasto nominal, que se encuadra dentro de los compromisos asumidos

en el marco plurianual de la Ley General de Conciliación Presupuestaria de 1993. La reforma del sistema de sanidad pública, que constituía una pieza clave en la estrategia de política fiscal a medio plazo de la actual Administración, y cuyo objetivo era compatibilizar la universalización de su cobertura con la contención del aumento de su coste, resultó finalmente rechazada por el Congreso. Ya en 1995, otra importante iniciativa legislativa —la enmienda constitucional que debía sancionar la obligación de elaborar presupuestos federales equilibrados— fue asimismo desestimada; por otra parte, se ha anunciado un significativo paquete de reducción de impuestos, que está pendiente de aprobación.

En Japón, la orientación expansiva de la política fiscal —encaminada a apoyar la débil recuperación— dio lugar, en 1994, a una ampliación del déficit hasta el 2,9 % del PIB. A diferencia de las medidas puestas en marcha en 1993, el presupuesto suplementario introducido en febrero de 1994 incluyó, además de aumentos del gasto en obras públicas, una disminución transitoria de la presión impositiva directa, a través de dos devoluciones de cuotas del impuesto sobre la renta. En el año fiscal 1995-1996 entrará en vigor una nueva reducción de la imposición directa —en este caso, de carácter permanente—, que se financiará a través de un aumento de los impuestos sobre el consumo a partir de 1997; asimismo, se ha incluido como objetivo reducir el crecimiento del gasto, lo que supone una orientación notablemente menos expansiva de la política fiscal. No obstante, este panorama podría verse alterado por la aprobación, en abril de 1995, de un presupuesto adicional.

En 1994, el avance en el proceso de saneamiento de las finanzas públicas del conjunto de países de la UE fue limitado: si bien el déficit agregado se redujo algo más de medio punto porcentual del PIB —hasta el 5,8 %—, el saldo de deuda pública en circulación aumentó nuevamente hasta el 69 % del PIB, desde el 66 % en 1993. La reducción global del déficit se explicaría en mayor medida como consecuencia de las medidas discrecionales que por el efecto del ciclo. Estos resultados agregados encubren comportamientos notablemente diferenciados según los diversos Estados miembros, diferencias que son extensibles a las perspectivas de corrección de los desequilibrios en 1995, sobre todo si se consolidan las elevaciones de los tipos de interés a largo plazo registradas en 1994, puesto que sus repercusiones sobre el coste del servicio de la deuda varían tanto en función de los niveles de endeudamiento como del alza de las rentabilidades en los distintos países.

GRÁFICO II.3



Fuente: Banco de España.
(a) Tipo de interés interbancario a tres meses.
(b) Rendimientos de la deuda pública a diez años.

II.3. LOS PAÍSES DE LA UNIÓN EUROPEA

II.3.1. Resultados económicos

En 1994 todas las economías de la Unión Europea registraron crecimientos positivos y se situaron en la fase expansiva del ciclo. La mayor parte de los países de Europa continental—incluyendo los tres nuevos Estados miembros de la UE—, que en 1993 habían registrado descensos de la producción, iniciaron la reactivación con una pujanza mayor que la prevista. Pese a ello, persistieron las diferencias entre este grupo de países y el constituido por el Reino Unido, Irlanda y Dinamarca, cuya posición cíclica se encontraba más avanzada y que mantuvieron en 1994 tasas de crecimiento superiores. Estas disparidades se evidenciaron, igualmente, en el comportamiento de otras variables macroeconómicas. Así, las tasas de paro apenas corrigieron su trayectoria ascendente en la mayor parte de Europa continental, mientras que descendieron en el segundo grupo mencionado. Por otro lado, la inflación continuó disminuyendo o tendió a estabilizarse en niveles muy reducidos en la mayor parte de los países del primer grupo, mientras que, en el segundo, fue superior a la registrada un año antes.

La economía alemana, tras sufrir en 1993 el descenso de la producción más acusado entre los países de la UE, después de Bélgica, mostró una intensa reactivación desde el primer trimestre de 1994, que se fue reafirmando conforme avanzó el año y continúa en los primeros meses de 1995. En el conjunto del año, el crecimiento real del PIB del total de Alemania fue del 2,9 % (igual a la media de la UE); la parte occidental creció un 2,4 % y los estados del este un 9,2 %. Al igual que en otras economías comunitarias, el impulso inicial a la actividad provino del sector exterior. En los inicios del año, la expansión de la demanda interna respondió, básicamente, al crecimiento del consumo privado. Sin embargo, la mejora de las expectativas, ante la consolidación de la recuperación, junto con el saneamiento financiero de las empresas que había tenido lugar en los años anteriores, favorecieron que, desde los meses centrales del año, la inversión privada mostrara un comportamiento crecientemente expansivo, que compensó, en parte, la mayor atonía del consumo. A pesar del fuerte aumento de las importaciones, la demanda externa neta mantuvo una contribución positiva, resultado que, asimismo, quedó reflejado en un aumento del superávit de la balanza comercial. Sin embargo, este aumento no permitió corregir el déficit de la balanza por cuenta corriente—que, medido en términos del PIB, se elevó al 1,1 %—, debido al empeoramiento de la balan-

za de servicios y de los pagos netos de rentas de inversión.

Pese al notable aumento del ritmo de actividad, el desempleo se incrementó respecto al año anterior, de forma que, en la media de 1994, y para el conjunto de Alemania, la tasa de paro ascendió hasta el 9,6 % de la población activa; sin embargo, desde mediados de año mostró una tendencia a la estabilización, e, incluso, una ligera reducción, que ha proseguido en los primeros meses de 1995.

La inflación alemana mejoró notablemente a lo largo del año. Ello se reflejó en una tasa media anual de crecimiento de los precios de consumo en la antigua RFA del 3 % en 1994, frente al 4,1 % de 1993 (3,1 % y 4,7 %, respectivamente, si se calculan para el total de la Alemania unificada). La intensa caída de los costes laborales unitarios (–6,3 % en la industria manufacturera occidental, en la media de 1994) es uno de los principales factores explicativos de esta evolución de los precios, y resulta especialmente destacable por ir asociada no solo a un aumento muy significativo de la productividad, sino, también, a una moderación considerable en el crecimiento de los salarios. No obstante, la ampliación de los márgenes empresariales, el aumento de los precios de producción—tendencia común a otros países europeos, como puede observarse en el gráfico II.4— y los elevados acuerdos salariales firmados en los meses transcurridos de 1995, señalan cierto riesgo de repunte de la inflación en un futuro. En el primer trimestre del año en curso, la tasa de crecimiento interanual del IPC se situó en el 2,4 % (2,8 % en el trimestre anterior).

En Francia, el PIB creció, en 1994, un 2,7 % en términos reales. La recuperación de la actividad económica desde principios de año se manifestó en el fuerte avance de la producción industrial y en la elevación paulatina, conforme transcurría el año, de los ritmos de crecimiento de todos los componentes de la demanda interna, con una intensidad moderada y similar en todos ellos. Cabe destacar el mayor dinamismo que mostró el consumo privado en la primera parte del año, gracias, fundamentalmente, a medidas fiscales incentivadoras. Las exportaciones actuaron como el impulsor principal de la demanda final; no obstante, el aumento de las importaciones a lo largo del año tuvo como resultado una contribución negativa de la demanda externa neta al crecimiento del PIB en 1994. El superávit por cuenta corriente se mantuvo en el 0,8 % del PIB.

El desempleo continuó creciendo en Francia en 1994. La tasa de paro media del año ascendió un punto, hasta el 12,6 % de la población

activa, si bien a partir del tercer trimestre inició una ligera corrección a la baja, de tal manera que, en febrero de 1995, se situaba en el 12,3 %. El nivel de desempleo existente, junto al crecimiento casi nulo de los costes laborales, favoreció la estabilidad de la tasa de inflación a lo largo de 1994 en niveles muy reducidos, en torno al 1,7 %, medida por el crecimiento interanual de los precios de consumo, lo que supone el mejor registro de los países de la UE, hasta la incorporación de Finlandia.

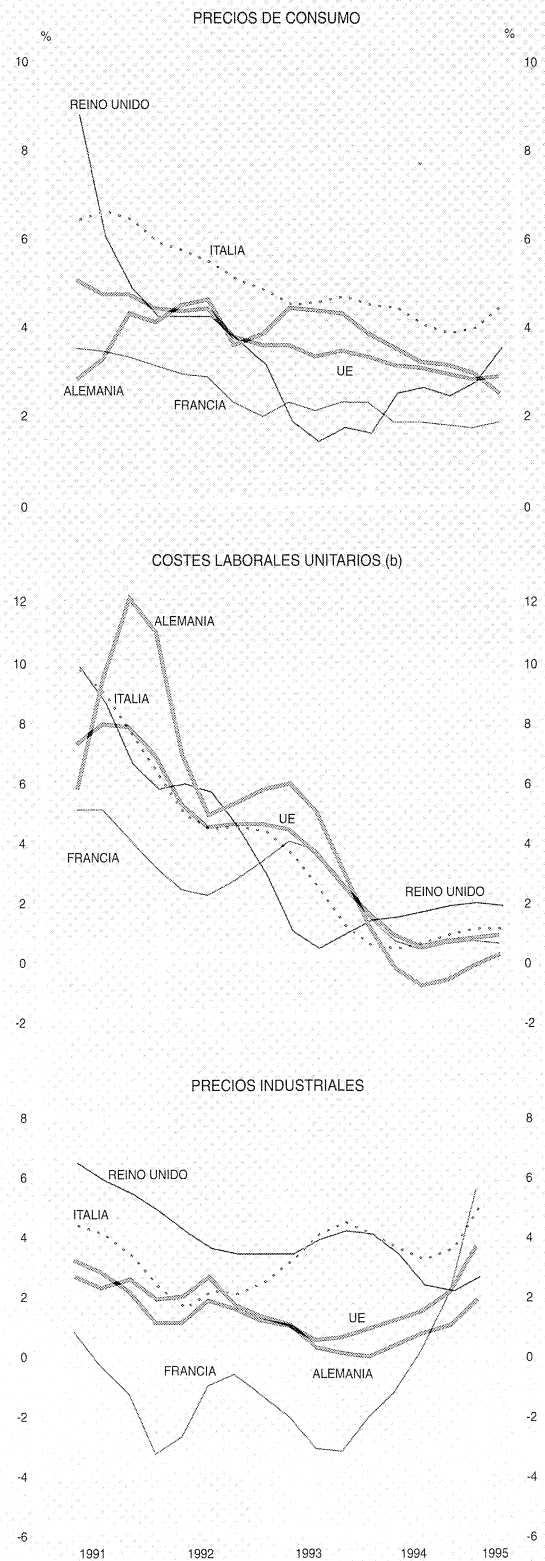
En Italia, el producto creció a un ritmo ligeramente inferior al estimado como media de los países de la UE: un 2,2 % en términos reales. En los primeros meses, el impulso provino básicamente del sector exterior, al que paulatinamente se fueron incorporando la inversión en capital fijo y el consumo privado. Pese a que el aumento de la demanda interna incrementó las importaciones, el sector exterior tuvo un aportación muy positiva al total de la producción y, en la balanza de pagos, los saldos comerciales y corrientes aumentaron sus superávits. La contracción de los costes laborales unitarios —elemento común a otros países de la UE— y la depreciación de la lira en los últimos años han determinado importantes ganancias de competitividad de la economía italiana, que explican la positiva evolución de su balanza de pagos.

La mejora de la actividad a lo largo de 1994 no se reflejó en la tasa de paro, que aumentó más de un punto en relación con el año anterior, sin que, hasta el momento, se hayan producido signos de un cambio de tendencia. Por el contrario, los precios evolucionaron de forma muy favorable en el conjunto de 1994 (3,9 % de crecimiento medio de los precios de consumo), si bien desde finales del año se han ido acelerando, como consecuencia, entre otros factores, del posible impacto alcista sobre los precios de la depreciación de la moneda italiana y, ya en 1995, por el aumento de la imposición indirecta.

La economía británica registró, en 1994, su segundo año de expansión, con un crecimiento del PIB, en términos reales, del 3,8 %, notablemente superior al del año anterior. En la primera parte del año, el consumo privado y la inversión acentuaron su trayectoria alcista; posteriormente, conforme la reactivación del resto de las economías europeas fue cobrando firmeza —e impulsadas asimismo por las ganancias de competitividad de los productos británicos, por efecto de la moderación de sus precios y de la depreciación previa de la libra—, las exportaciones comenzaron a registrar fuertes crecimientos, que se reflejaron en una contribución de la demanda externa neta al crecimiento del PIB, en 1994, de 1,1 puntos porcentuales.

GRÁFICO II.4

Precios y costes laborales (a)



Fuente: Banco de España.
 (a) Tasas interanuales de las medias trimestrales.
 (b) Para el total de la economía.

La reducción del déficit comercial contribuyó a la mejora en el saldo deficitario de la balanza por cuenta corriente, que se situó cerca del equilibrio (-0,3 % respecto al PIB). La persistencia de altos ritmos de actividad logró una corrección a la baja sustancial en la tasa de desempleo, que ha proseguido en los primeros meses de 1995. Por el lado de los precios, la tendencia a la moderación de la inflación continuó durante 1994; sin embargo, en el último trimestre del año se inició un repunte de los precios de consumo que ha elevado su tasa interanual desde el 2,2 % —mínima del año, registrada en el mes de septiembre— al 3,4 % de febrero de 1995. Este aumento ha sido menor en la inflación subyacente (que ha pasado del 2 % al 2,7 % en las mismas fechas), sobre la que está definido el actual objetivo monetario (máximo del 4 %). Pese a la moderación salarial, otros factores, como la ampliación de los márgenes empresariales y la elevación de determinados impuestos indirectos, podrían explicar el reciente deterioro de la situación inflacionista.

Los restantes países de la UE se situaron también, en 1994, en la fase expansiva del ciclo, aunque con ritmos de avance de distinta intensidad. En Irlanda, Dinamarca y Finlandia, el PIB creció a tasas superiores en más de un punto porcentual a la media de la UE; los incrementos de la producción más moderados tuvieron lugar en Portugal, Grecia y España. En general, la recuperación de las demandas internas ha sido lenta, y las exportaciones el componente más dinámico del PIB, especialmente en aquellos países —como Suecia, Finlandia, Portugal y España— cuyas monedas se habían depreciado en el período reciente. Los saldos de las balanzas comerciales mejoraron en casi todos los países, mejora que, sin embargo, apenas se trasladó, en general, a los saldos corrientes. La expansión económica no logró invertir, de forma clara, la tendencia ascendente del paro, ni siquiera en las economías más activas. La moderación en el crecimiento de los precios fue el factor común más favorable. Las tasas de inflación se redujeron en la mayoría de los países, excepto en algunos casos en donde la inflación media anual se elevó ligeramente.

II.3.2. Las políticas económicas

A lo largo de 1994, las políticas económicas de los países de la UE fueron adaptándose al ritmo de la recuperación de la actividad económica. El descenso de los tipos de interés se fue agotando, conforme los datos revelaban un crecimiento económico superior al esperado. La expansión cíclica y la adopción de algunas medidas discrecionales favorecieron, en la mayor

parte de los países, una mejora en los déficit presupuestarios, aunque, en general, de escasa cuantía, insuficiente para corregir significativamente el elevado déficit estructural acumulado en años anteriores. Por otra parte, el alto componente estructural del desempleo y el reducido empleo neto creado en un año de elevado aumento de la producción continuaron inspirando la necesidad de poner en práctica planes de reforma estructural dirigidos, principalmente, a eliminar rigideces del mercado de trabajo y a incrementar la competencia de determinados sectores productivos.

Los déficit públicos, medidos en porcentajes del PIB, se redujeron en 1994 en la mayor parte de los países de la UE; las excepciones fueron Holanda y Austria, en donde aumentaron, y Francia, cuyo déficit se mantuvo invariable. En general, los desequilibrios de los saldos públicos acumulados durante la recesión económica pasada solo se corrigieron parcialmente.

Las divergencias entre países, en lo que atañe a los desequilibrios presupuestarios, tendieron a reducirse. Los déficit se corrigieron en mayor medida —entre 0,8 y 2,3 puntos porcentuales del PIB— en los países en donde el saldo negativo había sido más elevado en 1993: Finlandia, Suecia, Bélgica, el Reino Unido, Portugal y España. La reducción del elevado déficit público de Italia fue menor, si bien este resultado se debió en buena parte a factores cíclicos y estuvo acompañado de una cierta disminución del gasto público.

El descenso del déficit público de Alemania en 1994 fue destacable. Como consecuencia, Alemania se ha incorporado al reducido grupo de países —junto con Irlanda y Luxemburgo— que, en 1994, cumplieron el requisito de convergencia del Tratado de la Unión Europea (3 % del PIB). Las previsiones para 1995 señalan un mantenimiento del déficit alemán, a pesar de la asunción del servicio de la deuda de la Agencia para la Unificación por parte de la Administración Central.

Las *ratios* de deuda pública respecto al PIB continuaron aumentando en la mayoría de los países de la UE, excepto en Irlanda, Dinamarca, Bélgica y Holanda, donde las reducciones fueron de 7, 4, 3 y 2 puntos porcentuales del PIB, respectivamente. Alemania, Francia, el Reino Unido y Luxemburgo fueron los únicos países en los que dichas *ratios* se mantuvieron por debajo del 60 % señalado en los criterios del Tratado (véase gráfico II.5).

En definitiva, la situación descrita de las finanzas públicas del área europea subraya la conveniencia de continuar y reforzar, allí donde

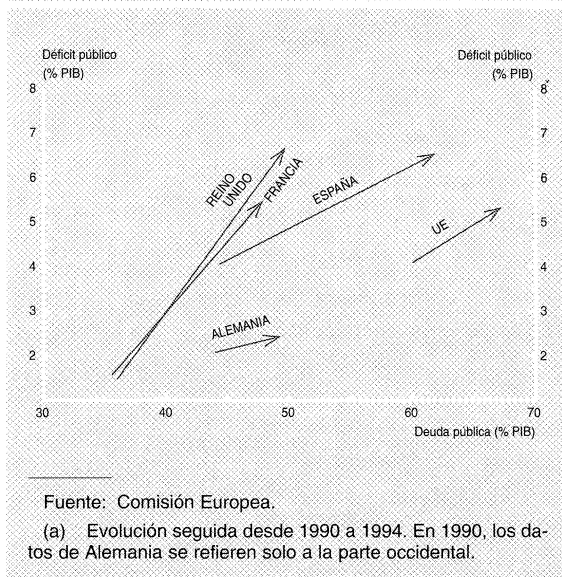
sea necesario, los planes de ajuste fiscales, tal y como han anunciado la mayoría de los Estados miembros para los próximos años. El objetivo de consolidación fiscal cobra mayor relevancia ante la perspectiva de la Unión Monetaria y tras el episodio de inestabilidad en los mercados de bonos de 1994 —que se analiza con detalle en el apartado II.4—, no solo para cumplir los requisitos de convergencia, sino, también, para asegurar la sostenibilidad de las posiciones fiscales, reducir los saldos de deuda, aliviar las tensiones alcistas sobre los tipos de interés y preservar la credibilidad de la combinación de políticas económicas.

Las políticas monetarias en los países de la UE se caracterizaron, en 1994, por su cautela, especialmente en los países integrados en el mecanismo de cambios, para los que la ampliación de los márgenes de fluctuación bilaterales constituía aún un régimen novedoso. Estos países continuaron, en general, manteniendo como prioridad la estabilidad cambiaria, lo que supuso una utilización prudente del mayor margen de maniobra que las nuevas bandas ofrecían, y el seguimiento de las decisiones sobre los tipos de interés del banco central alemán.

Alemania continuó guiando su política monetaria, en 1994, en función del comportamiento del agregado monetario M3, cuyo objetivo de crecimiento se situaba entre el 4 % y el 6 %, respecto al nivel del cuarto trimestre de 1993. No obstante, dado que perturbaciones financieras de diversa índole dieron lugar a fuertes desviaciones del agregado durante la mayor parte del año, la prioridad de este objetivo fue, en cierto modo, relegada, en favor de una mayor atención sobre la evolución de los precios y de los diversos indicadores de la coyuntura cíclica. La trayectoria descendente de los tipos oficiales iniciada en 1993 se prolongó a lo largo de la primera mitad de 1994, hasta que la confirmación de ritmos de crecimiento de la actividad real mayores de los inicialmente previstos determinó una pausa en los recortes desde el mes de julio. En los primeros meses de 1995, el moderado crecimiento de los precios y de M3 y, sobre todo, la fortaleza del marco, crearon las condiciones favorables para un nuevo recorte de los tipos de referencia alemanes, que tuvo lugar a finales de marzo. En el resto de los países de la UE, el agotamiento del proceso de bajada de los tipos de interés llegó en distintos momentos y por diferentes motivos. Los tipos comenzaron a ascender a partir del verano en algunos países ajenos al mecanismo de cambios, ante las perspectivas de una posible aceleración del crecimiento de los precios (en el Reino Unido) o, también, como consecuencia de presiones depreciatorias (Suecia e Italia).

GRÁFICO II.5

Desequilibrios fiscales en los principales países de la UE (a)



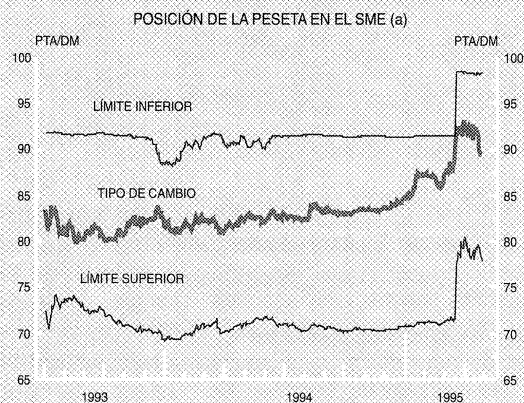
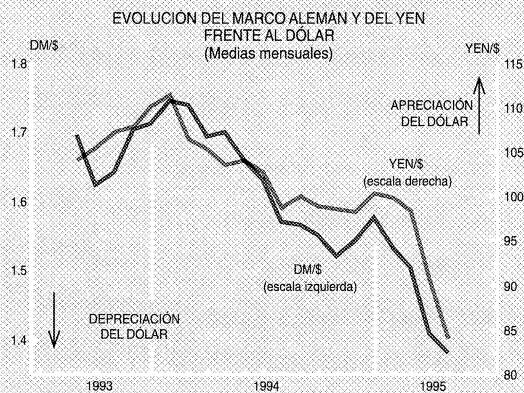
Durante el episodio de inestabilidad cambiaria de finales de 1994 y de los primeros meses de 1995 se produjeron también elevaciones de los tipos de interés en algunos países: Bélgica, Francia, Irlanda, Dinamarca y, con las características especiales que se comentan con detalle en el capítulo IV, España. No obstante, la continuación de la trayectoria bajista de los tipos alemanes permitió, a principios de abril, que algunos de estos países rebajaran, en alguna medida, el grado de restricción monetaria.

II.4. LOS MERCADOS MONETARIOS, CAMBIARIOS Y DE DEUDA

La evolución de los mercados financieros y cambiarios a lo largo de 1994 y primeros meses de 1995 fue diferente a la que se esperaba. En efecto, a principios de 1994 parecía probable una adecuación de los tipos de interés y de los tipos de cambio a los distintos procesos cíclicos de las principales economías. En especial, se pensaba que la maduración del ciclo norteamericano, comparada con la incipiente recuperación de la mayor parte de las economías europeas y con la fase todavía recesiva en que se encontraba Japón, originaría una variación de los diferenciales de rentabilidad favorable a Estados Unidos, lo que, a su vez, favorecería una apreciación del dólar frente a las principales monedas. Asimismo, se confiaba en que esta hipotética evolución beneficiaría a los mercados europeos —en la medida en que la apreciación o, incluso, la estabilidad del dólar frente al marco suele traducirse en menores tensiones del SME— y a Japón, cuya severa

GRÁFICO II.6

Tipos de cambio



Fuente: Banco de España.

(a) Los límites superior e inferior reflejan los márgenes de máxima apreciación y depreciación de la peseta. Devaluación del tipo central de la peseta el día 6 de marzo de 1995 en un 7%.

recesión se vería aliviada por una cierta estabilidad de la cotización del yen frente a la moneda americana.

Sin embargo, los acontecimientos se desarrollaron de muy distinta forma. Ciertamente es que los tipos de interés a corto plazo se elevaron en Estados Unidos, en un movimiento impulsado por las subidas de tipos de la Reserva Federal. Este movimiento al alza se transmitió a los rendimientos a largo plazo de los títulos norteamericanos, cuya elevación se contagió, a su vez, inesperadamente, a todos los demás mercados de bonos, dando lugar a una crisis de compleja explicación, en la que han intervenido una gran variedad de factores. El alza generalizada de las rentabilidades a largo plazo coincidió con una tendencia a la depreciación del dólar —asimismo inesperada— frente al marco y, sobre todo, frente al yen, que a finales de 1994 se vio intensificada por el efecto de arrastre de la crisis del peso mejicano.

En el SME, los movimientos de los tipos de interés a largo plazo y la caída del dólar fueron compatibles, como ya se ha dicho, con la estabilidad cambiaria hasta el mes de diciembre. Sin embargo, a partir de esa fecha, la depreciación del dólar frente al marco se tradujo en una apreciación generalizada de la moneda alemana frente a la mayoría del resto de las divisas europeas. Estas tensiones dieron lugar a intervenciones en los mercados de cambio, subidas de los tipos de interés en algunos países e incluso una modificación de las paridades centrales de la peseta y del escudo (véase gráfico II.6).

II.4.1. La evolución de los mercados de bonos

Durante 1993 los mercados de bonos y obligaciones registraron un auge que llevó sus rendimientos a niveles históricamente bajos. Este fue el caso de Estados Unidos, en donde el tipo de interés del bono del Tesoro a diez años se situó por debajo del 6 %, o el de España, donde, para ese mismo plazo, el rendimiento de los títulos alcanzó el 8 % (véase gráfico II.3). También se produjo una sustancial convergencia de las rentabilidades a largo plazo. En España, el diferencial de los tipos de interés a diez años frente a Alemania se situó, a finales de enero de 1994, en 2,1 puntos porcentuales, nivel que marcó un mínimo histórico.

Esta evolución de los tipos a largo plazo era coherente con las fuertes reducciones de la tasa de inflación logradas en todos los países y, en Europa y Japón, con la debilidad económica. Pero su descenso fue, posiblemente, excesivo y vino acompañado de una saturación de títulos de deuda pública en las carteras de los grandes inversores institucionales, que, probablemente, tuvo cierta influencia en la reacción contraria que se produjo posteriormente. En todo caso, en octubre de 1993, los precios de los bonos empezaron a cambiar de tendencia en Estados Unidos, orientándose a la baja, de manera coherente con la posición cíclica de este país, aunque no con la evolución de la inflación observada.

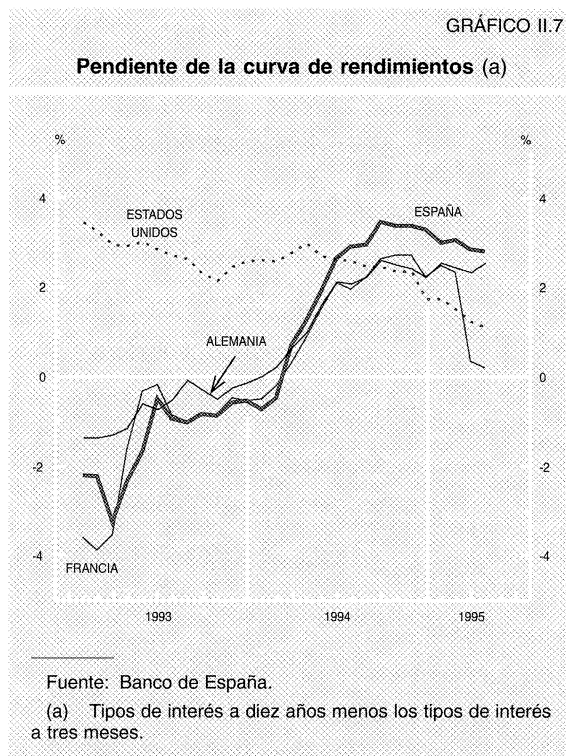
A partir de febrero de 1994, el suave movimiento al alza de los rendimientos a largo plazo se vio bruscamente acelerado por la acción conjunta de diversos factores, que modificaron radicalmente las expectativas de los mercados. Cronológicamente, el detonante fue el anuncio, por parte de la Reserva Federal, de un endurecimiento de la política monetaria, cuya primera manifestación fue la subida de 25 puntos básicos del tipo de interés objetivo de los fondos federales, el día 4 de febrero. Con ello, las autori-

dades monetarias norteamericanas esperaban frenar de manera preventiva las expectativas inflacionistas que pudieran estar desarrollándose en su economía. Actuando con esta anticipación, se esperaba ganar credibilidad antiinflacionista y, de esta forma, evitar que sucesivas elevaciones de los tipos de interés a corto plazo se transmitieran íntegramente a los plazos más largos. Sin embargo, la reacción de los mercados fue muy distinta de lo esperado. La decisión de la Reserva Federal se consideró como una constatación de que la inflación podía estar acelerándose, lo que provocó que la subida de los tipos de interés de los mercados monetarios se transmitiera bruscamente y de manera más que proporcional a todos los plazos de la curva de rendimientos.

En poco tiempo, se sumaron otros elementos que aumentaron la incertidumbre de los mercados financieros, de manera destacada la ruptura de las negociaciones comerciales entre Japón y Estados Unidos, que se tradujo en una acusada debilidad del dólar frente a la moneda japonesa, acentuada por la actitud ambigua del gobierno norteamericano respecto al nivel adecuado del tipo de cambio de su moneda. El riesgo de incurrir en mayores pérdidas de capital hizo que los tenedores de bonos en dólares (especialmente inversores japoneses) deshicieran rápidamente sus posiciones en deuda americana, cuyas cotizaciones registraron importantes caídas.

Más difícil de explicar fue, en su momento, el contagio de la caída del precio de los bonos a los mercados de Europa y Japón (véanse gráficos II.3 y II.7), cuyas economías parecían encontrarse, con los indicadores entonces disponibles, iniciando una recuperación titubeante, y con tasas de inflación históricamente bajas y en descenso. Esta asincronía entre la evolución de los tipos de interés y el ciclo económico, junto con el paralelo reforzamiento de los vínculos entre los distintos mercados financieros nacionales, es un signo de la creciente globalización y de los nuevos modos de operar en estos mercados, que, en este caso, indujeron liquidaciones de posiciones simultáneas en los mercados de bonos nacionales. Esto podría explicar la estrecha conexión observada en las subidas de los rendimientos a largo plazo en todos los países al inicio de la crisis, en el mes de febrero.

Sin embargo, esta globalización de los mercados financieros resulta claramente insuficiente, por sí misma, para explicar la prolongación y agudización de la crisis de los mercados de bonos a lo largo de 1994, como resultado de la cual los tipos de interés a largo plazo registraron aumentos de 2 y 2,7 puntos en Estados Unidos y en la UE, respectivamente. Tales au-



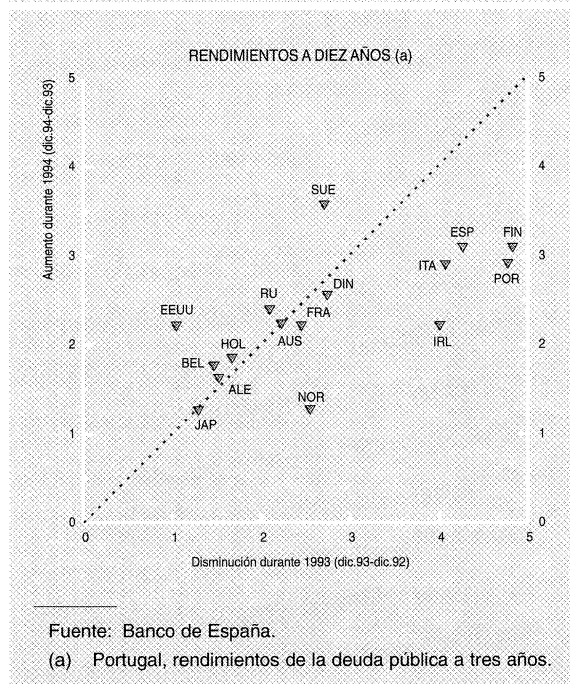
mentos solo pueden explicarse por un cambio de expectativas, en el que han podido jugar un peso relevante, aunque con intensidad variable, varios factores (véase recuadro I.1).

En primer lugar, la probable subida del tipo de interés real mundial, que reflejaría la relativa escasez de ahorro, en comparación con las crecientes necesidades mundiales de inversión (véase recuadro II.2). A este fenómeno no son ajenos dos factores específicos de las economías europeas: la inesperada mejora económica desde mediados de 1994, con el consiguiente despegue de las tasas de inversión, y la expansión de los déficit públicos de los últimos años —así como las dudas sobre su corrección futura—, que empeoran el equilibrio entre ahorro e inversión en el área.

En segundo lugar, la revisión al alza de las expectativas de inflación, debido al cambio del ciclo económico, a los cuantiosos déficit públicos y a las expectativas en torno a la reacción de las autoridades monetarias ante estos hechos, según su mayor o menor acierto en el pasado para no permitir que presiones de esta índole se convirtieran en mayor aumento de los precios. El superior impacto de la crisis sobre los países con problemas fiscales más graves, monedas más débiles y peor tradición de control de la inflación parece ser una evidencia poco controvertible.

En tercer lugar, una vez que se confirmó el inicio de la fase de expansión económica y se ge-

GRÁFICO II.8

Variación de la deuda pública

neralizó la opinión de un posible aumento de la inflación, debió producirse un incremento de las primas de riesgo, tanto más marcado cuanto mayores eran las dudas sobre la capacidad de las autoridades económicas para llevar a cabo una reducción efectiva de los desequilibrios nominales de sus economías, dudas que, en algunos casos, se vieron acentuadas por la incertidumbre política.

Por último, conviene tener en cuenta que, debido a la tendencia que tienen los mercados financieros a la propagación de expectativas alineadas en la misma dirección, que tienden a autoconfirmarse, se producen frecuentemente fluctuaciones excesivas, que llevan a niveles de precios de los activos financieros, a veces, desvinculados de sus fundamentos económicos. Tal sobre-reacción pudo estar detrás de la corriente compradora de bonos en 1993 y del reflujo posterior, en 1994, como se deduce de la elevada correlación, entre ambos años, de los descensos y aumentos de rentabilidad por monedas (véase gráfico II.8). Esta proporcionalidad es difícil de explicar en términos de variables fundamentales exclusivamente, y parece coherente con la hipótesis de una sobre-reacción, posiblemente en ambos sentidos, cuya intensidad habría sido mayor en los países más vulnerables a estos fenómenos, porque sus mercados financieros y su integración en los mercados internacionales son más recientes, lo que hace que las estrategias de los inversores extranjeros respecto a estos merca-

dos sean más sensibles a los cambios bruscos de expectativas.

Estos argumentos parecen estar corroborados por la evolución que siguieron los tipos de interés a largo plazo en los distintos mercados nacionales. Después del impacto inicial, y a medida que avanzaba el año, la subida de los tipos de interés a largo plazo fue cobrando distinta intensidad según los diferentes países. En Europa, el repunte fue mayor en Italia, Suecia y España (4,4 puntos porcentuales en el primer caso y 4,3 puntos en los otros dos, entre enero de 1994 y abril de 1995). En el caso de España, el diferencial frente a Alemania se situó en torno a los 5 puntos porcentuales en la última fecha mencionada.

En Estados Unidos, la tendencia alcista de los rendimientos de los bonos alcanzó su máximo en noviembre, fecha a partir de la cual se inició una fase de mejora, que se plasmó en un descenso de los tipos de interés a diez años, desde el 8,1 % hasta el 7,2 % en abril de 1995. La agudización de la caída del dólar, a partir de las últimas semanas de diciembre, no incidió, por tanto, sobre las expectativas de las rentabilidades a largo plazo, que parecen estar cada vez más condicionadas por una previsible moderación de la tasa de crecimiento del producto y por un próximo agotamiento del proceso de subida de los tipos oficiales. Por su parte, el mercado de bonos alemán —una vez despejadas las incertidumbres que suscitaron las elecciones celebradas en octubre, y tras una significativa reducción del déficit público y de la tasa de inflación— también mostró una progresiva mejora, de manera que, desde entonces, los tipos de interés a largo plazo en este país se han ido reduciendo.

Esta evolución de los mercados de deuda a largo plazo tuvo una creciente influencia en los mercados de renta variable, y truncó las buenas perspectivas de recuperación de las bolsas en aquellos países en los que la subida de los tipos de interés a largo plazo fue mayor, a pesar del saneamiento financiero, del crecimiento de los beneficios y de las buenas perspectivas económicas de las empresas.

II.4.2. La evolución de los mercados de divisas

A lo largo de 1994, las expectativas de apreciación del dólar se fueron diluyendo progresivamente, al compás de los acontecimientos citados en el epígrafe anterior y a pesar de que los activos a corto plazo denominados en dólares ofrecieron diferenciales de rentabilidad crecientes, frente al yen y frente al marco. La

El ahorro mundial: evolución y perspectivas

Ciertos acontecimientos de los últimos años en el plano internacional y, en particular, la elevación de los tipos de interés reales han llevado de nuevo a cuestionar si el nivel de ahorro mundial existente y sus perspectivas garantizan las necesidades futuras. Los países del Este de Europa y de la antigua Unión Soviética han de financiar sus procesos de industrialización, imprescindibles, a su vez, para continuar con garantías el tránsito hacia economías de mercado. De forma simultánea, muchos países en vías de desarrollo han acometido procesos de crecimiento y de modernización muy intensos, cuyo mantenimiento exige la disponibilidad de unos recursos muy superiores a los generados por ellos mismos.

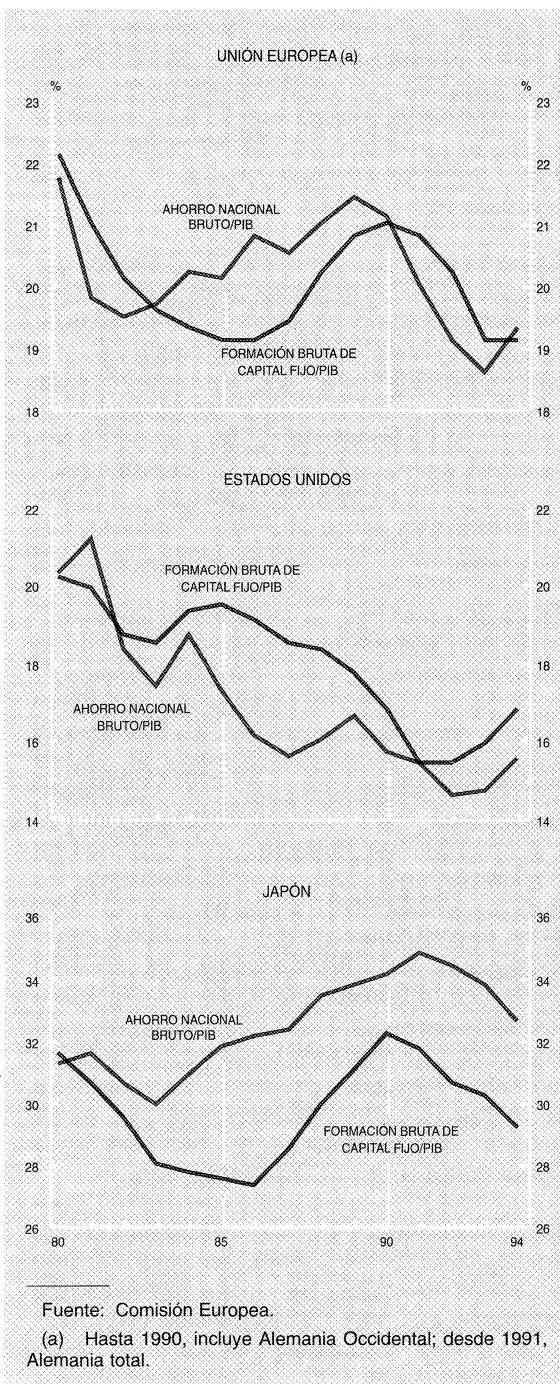
Paralelamente, los países industrializados han presentado en los últimos años unos niveles de ahorro inferiores a sus necesidades de inversión, excepto Japón (ver gráfico adjunto). En Europa, en particular, la oferta de recursos se ha visto reducida por los efectos de la reunificación alemana. Además, en la mayoría de estos países ha continuado creciendo la absorción que el sector público ha venido haciendo del ahorro del sector privado. Por último, en los países industrializados se ha venido produciendo un cambio de la estructura de la población, con una mayor proporción de personas en edad de jubilación; es decir, con una escasa capacidad de ahorro futuro.

Todos estos factores han contribuido a la tendencia a la baja que ha venido presentando el ahorro mundial desde la década de los setenta, período en el que alcanzaba unos niveles medios del 25 % del PIB, hasta situarse en una tasa del 22 % del PIB, en el período 1990-1992. Únicamente los países asiáticos han contribuido a que esta tendencia no haya sido más acusada.

Sin embargo, los efectos que esta menor disponibilidad de ahorro podría tener sobre el desarrollo de proyectos de inversión en distintas partes del mundo están condicionados por el hecho de que, al mismo tiempo, se ha producido una mayor integración de los mercados financieros a nivel internacional. Esto permite una mayor eficiencia en la asignación de estos recursos más escasos, dado que facilita el acceso generalizado a los flujos de capitales internacionales. En principio, los países pueden elegir sendas de inversión independientes de las del ahorro interno. Sin embargo, se observa que la correlación entre estas variables, aunque posiblemente decreciente, continúa siendo elevada, y que el intercambio de capitales realizado no se corresponde con el nivel de integración financiera alcanzado.

Las razones aducidas han sido varias: en primer lugar, existen dudas de que la movilidad del capital sea, al menos en los activos de largo vencimiento, tan elevada como puedan sugerir los reducidos diferenciales existentes de los tipos de interés en los mercados internos y externos; por otra parte, esta correlación entre el ahorro y la inversión nacionales puede mantenerse debido a que el ahorro y la inversión se desarrollan en condiciones muy similares dentro de cada país; finalmente, se ha señalado que el saldo de la cuenta corriente sigue formando parte de los objetivos de la política económica en muchos países.

Sean cuales sean las razones, la evidencia (véase gráfico adjunto) parece señalar que variaciones del ahorro interno se trasladan fundamentalmente a cambios de la inversión nacional y, en menor cuantía, a cambios en la necesidad de financiación exterior. La mayor integración financiera facilita la mejor asignación del ahorro, pero no parece amortiguar los efectos de su menor disponibilidad.



continua debilidad del dólar —que, con una perspectiva a largo plazo, se prolonga desde febrero de 1985, fecha en la que alcanzó máximos históricos frente a las principales divisas— es resultado de un conjunto de factores diversos, entre los que destaca la persistencia del desequilibrio exterior de Estados Unidos, fruto de un insuficiente ahorro interno (véase recuadro II.3). Entre enero y el 20 de diciembre de 1994, el dólar se depreció un 9,8 % frente al marco y un 10 % frente al yen.

Durante gran parte del año, la evolución del dólar no tuvo efecto sobre las divisas del mecanismo de cambios del SME que, hasta diciembre y salvo episodios concretos, mostraron una notable estabilidad, que permitió estrechar las diferencias entre las monedas posicionadas en los extremos de la parrilla. Todo ello redujo notablemente las necesidades de intervenciones en los mercados cambiarios y permitió a algunos bancos centrales reconstituir sus niveles de reservas, después de las fuertes pérdidas de 1993.

El 20 de diciembre de 1994 se desencadenó la crisis del peso mejicano. El déficit exterior, la pérdida progresiva de reservas y la acumulación de deuda pública en divisas a corto plazo llevaron a una crisis de confianza en la economía mejicana, que produjo una abrupta depreciación de su divisa, hasta entonces claramente sobrevalorada. Pero la crisis no quedó circunscrita a la economía mejicana, sino que tuvo un efecto de contagio sobre otros mercados de los llamados «emergentes» y, sobre todo, arrastró al dólar, debido, entre otras causas, a las intensas relaciones comerciales entre Estados Unidos y Méjico, a los posibles efectos de la pérdida de valor del peso sobre las inversiones norteamericanas en dicho país y al respaldo de las autoridades estadounidenses al endeudamiento de Méjico. Desde entonces y hasta finales de marzo de 1995, el dólar se depreció un 12 % frente al marco y un 13 % frente al yen.

Los momentos de gran incertidumbre en los mercados financieros, como los vividos a raíz de la crisis mejicana, tienden a acentuar las asimetrías en la percepción del riesgo y originan una mayor volatilidad y primas de riesgo más altas en las inversiones en determinadas monedas. La intensidad de la nueva caída del dólar reorientó los movimientos de capital a corto plazo hacia monedas consideradas como seguras, como el marco, el franco suizo y el yen.

La correspondiente apreciación del marco se tradujo en una creciente debilidad del resto de las monedas del SME frente a la moneda alemana, y dio lugar a fuertes presiones vendedoras y a sustanciales aumentos de los diferen-

ciales de los tipos de interés a corto plazo frente a dicho país de las monedas más débiles. Salvo el florín y el chelín austriaco —que se incorporó al mecanismo de cambios el 9 de enero de 1995— todas las demás monedas del Sistema se vieron arrastradas por la caída del dólar frente al marco, y registraron depreciaciones sustanciales dentro de las bandas. Desde el 1 de enero hasta finales de marzo, la peseta se depreció un 7,6 %, la libra irlandesa un 6,8 %, el franco francés un 1,7 % y el escudo un 2,7 %; en las mismas fechas de referencia, el diferencial de tipos de interés a un mes frente a Alemania aumentó, para el mismo grupo de países, entre los 2,6 puntos de Francia y un punto de Irlanda.

Asimismo, las monedas del SME no incluidas en el mecanismo de cambios —la libra esterlina, la lira, la dracma y, desde el 1 de enero de 1995, la corona sueca y el marco finlandés— sufrieron importantes pérdidas de valor frente al marco. La depreciación de la lira italiana, especialmente afectada por la falta de confianza que se deriva de la inestabilidad política del país y del efecto que ello tiene sobre las expectativas de corrección de los desequilibrios de su economía, ha sido especialmente intensa (15,3 % entre el 1 de enero y el 31 de marzo). La debilidad de la libra esterlina (8,1 % en el mismo período) demuestra, por otro lado, su estrecha relación con la moneda americana.

La lenta depreciación que había seguido la peseta, desde la ampliación de las bandas de fluctuación, en agosto de 1993, se acentuó cuando la magnitud de la caída del dólar frente al marco indujo tensiones cambiarias crecientes en el SME. La persistencia de la debilidad de la peseta a lo largo del período analizado destaca, especialmente, si se tiene en cuenta la magnitud de la depreciación producida en los dos años anteriores. Desde que se desencadenó la crisis del SME, en mayo de 1992, y hasta mayo de 1995, la peseta ha perdido un 30 % de su valor frente al marco, un 27,3 % frente al resto de los países actualmente integrantes del mecanismo de cambios, un 19,5 % frente a la UE y un 20,7 % frente a los países industrializados. Tales depreciaciones son excesivas en términos de competitividad, como ponen de manifiesto las variaciones de los tipos de cambio reales. Si se toma como punto de referencia la media de la década de los ochenta —habitual en las comparaciones de competitividad—, al finalizar el primer trimestre de 1995, la depreciación del tipo de cambio real, frente a la UE, era del 2 %, medida con precios de consumo, del 11,2 % con precios industriales y del 7,9 % con los costes laborales unitarios. Frente al conjunto de los países desarrollados, las variaciones respectivas eran del 1 %, 9,5 % y 7,1 %.

Factores explicativos de la debilidad del dólar

La reciente depreciación del dólar es una respuesta a ciertos acontecimientos que han sido puestos de relieve en el texto. Ahora bien, estas razones han venido a incidir sobre una debilidad del dólar de carácter tendencial que, como se aprecia en el primero de los gráficos adjuntos, tiene su origen en la mitad de la década pasada. Puede observarse, además, que la evolución del tipo de cambio nominal domina claramente la tendencia del tipo de cambio real, mientras que la evolución de los precios relativos, aunque influye de manera significativa a largo plazo, es bastante estable. Entre 1980 y marzo de 1995 el dólar se depreció un 61 % en términos nominales y un 40 % en términos reales frente al yen; frente al marco se depreció un 18 % en términos nominales y se apreció un 2 % en términos reales.

Hay factores básicos que explicarían esta debilidad tendencial del dólar. En el segundo gráfico puede verse la creciente diferencia en las tasas de ahorro de los tres países más importantes, hasta el punto que la tasa japonesa viene a ser más del doble de la norteamericana. Estos desequilibrios persistentes han traído consigo dos consecuencias —interrelacionadas— de gran influencia en el tipo de cambio (gráfico tercero). La primera es un déficit continuo y creciente, por cuenta corriente, de Estados Unidos frente al exterior y, sobre todo, frente a Japón, desde 1982 (y un correspondiente superávit de Japón y, hasta que se produce la reunificación, de Alemania). La aparente corrección de dicho déficit en 1991 no es más que el efecto circunstancial de la evolución cíclica, las transferencias por la guerra del Golfo y la reunificación alemana. La segunda consecuencia es que unos déficit exteriores mantenidos durante tantos años han producido un cambio sustancial en la posición financiera exterior de Estados Unidos, que desde finales de los años ochenta se ha convertido en un deudor neto. Esto determina unos pagos anuales por intereses que condicionan el saldo por cuenta corriente y repercuten en las expectativas cambiarias de los agentes.

Así pues, existen razones de base —principalmente, la insuficiencia crónica del ahorro en Estados Unidos para financiar su inversión— que determinan un fondo de debilidad del dólar. Sobre este fondo, en años recientes han actuado acontecimientos de muy diversa índole que han agudizado la debilidad de dicha moneda. En el cuarto gráfico se puede apreciar cómo el diferencial de tipos de interés del dólar frente al yen y, sobre todo, frente al marco (fuertemente positivo durante la década anterior) adquiere, desde 1991, valores claramente negativos, que reflejan unas políticas monetarias de muy distinto signo. La intensa recesión norteamericana (agravada con la crisis de los mercados de activos financieros) auspició una política de la Reserva Federal de descensos de tipos de interés opuesta a la que simultáneamente siguió el Bundesbank, condicionada por la reunificación alemana. El cambio de signo del diferencial alcanzado muy recientemente, tras las alzas de los tipos en Estados Unidos y las disminuciones operadas en Alemania, no ha sido suficientemente amplio y convincente como para modificar las expectativas bajistas sobre el dólar, quizás debido a las dudas de que la magnitud del endurecimiento de la política monetaria norteamericana haya sido insuficiente para contrarrestar las tensiones inflacionistas latentes en su economía.

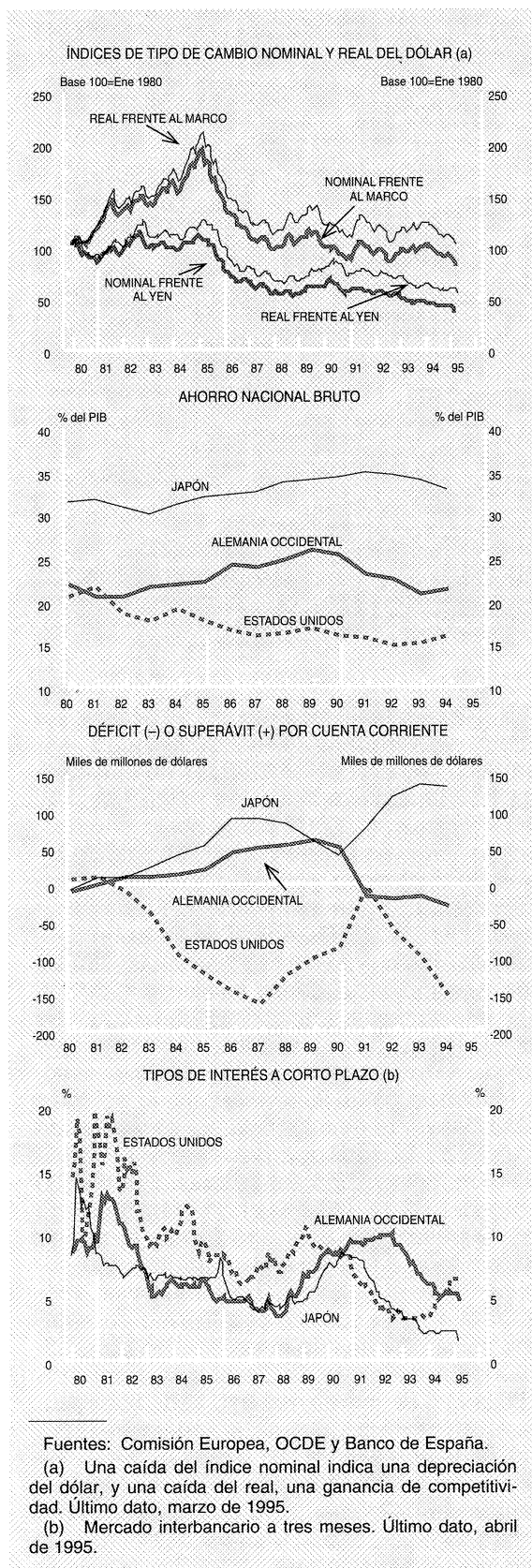
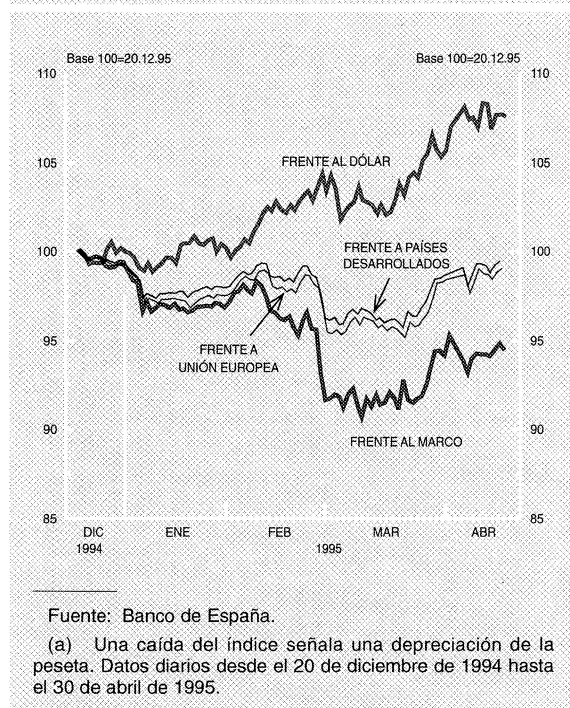


GRÁFICO II.9

Índices de cotización de la peseta (a)



La depreciación reciente de la peseta, no fundada en términos de competitividad, encuentra su explicación en factores de índole interna y externa, cuya influencia relativa es muy difícil de discernir. Entre los factores internos, en el período más reciente han coincidido algunos de naturaleza política y otros de carácter económico; entre los últimos cabe destacar la existencia de un diferencial de inflación desfavorable, el mantenimiento de una elevada tasa de desempleo, el déficit público y la dificultad para alcanzar el equilibrio de la balanza de pagos, incluso tras una fuerte recesión. Los factores externos han tenido, en todo caso, una influencia destacada en el último episodio de debilitamiento de la peseta, en particular las secuelas de la debilidad del dólar y la consiguiente recomposición de carteras. Entre el 20 de diciembre de 1993 y el 31 de marzo de 1995 la peseta se depreció frente al marco exactamente en la misma magnitud que se apreció frente al dólar (10,8 %), evolución anómala y que no encuentra paralelismo en anteriores devaluaciones de la peseta (véase gráfico II.9). En definitiva, la devaluación del 7 % decidida el 6 de marzo de 1995 tiene una naturaleza diferente a las tres anteriores —septiembre y noviembre de 1992 y mayo de 1993—, por la mayor influencia de los factores externos y, posiblemente, los relacionados con la incertidumbre política, y su escasa o nula relación con la situación de competitividad de la economía.

La decisión del Bundesbank, el día 30 de marzo, de reducir sus tipos de interés de referencia, supuso un cierto alivio de las tensiones sobre las monedas europeas en los mercados de cambios, evolución tanto más significativa cuanto que vino acompañada de una prolongación de la trayectoria descendente del dólar frente al marco y frente al yen. La peseta parece haberse beneficiado con particular intensidad de esta corrección.

II.5. OTROS PAÍSES

Los países que no forman parte del grupo que tradicionalmente se considera industrializado tienen una importancia cada vez mayor en el contexto internacional. Se calcula que, en los próximos 25 años, su participación en el producto mundial pasará del 45 % al 60 %. Asimismo, entre las 15 mayores economías del mundo, 10 corresponderán a este grupo de países, frente a 7 en la actualidad. Por ello, tiene cada vez mayor importancia, para la economía española, el seguimiento de estas economías, donde se encuentran los segmentos más dinámicos de la economía mundial.

En 1994, este grupo de países tuvo una evolución que responde fielmente a este mayor dinamismo (véase cuadro II.3). Su aportación al crecimiento del producto mundial fue de 2 puntos, más de la mitad del total. Esta notable expansión refleja diversos fenómenos: la mejora significativa de los resultados económicos de los países de Europa Central y del Este —con la excepción de Rusia—, tras varios años de costoso ajuste; el mantenimiento de un ritmo de crecimiento del producto excepcionalmente elevado en China; la continuación de los buenos resultados económicos de otras economías del sudeste asiático más desarrolladas; los resultados, en conjunto, positivos del área latinoamericana; y el mantenimiento de tasas de expansión muy modestas en los países más pobres de África.

Los países del área de Europa Central y del Este registraron en 1994, en su mayor parte, una cierta recuperación del ritmo del crecimiento económico, tras el estancamiento experimentado en los dos años precedentes, al tiempo que se produjo, en general, un moderado descenso de las tasas de inflación. Esta situación, ayudada, en buena medida, por la consolidación de los procesos de ajuste y reforma estructural en los distintos países, fue reflejo, fundamentalmente, del impulso expansivo derivado de la reactivación de las principales economías desarrolladas. El incremento de la demanda externa se tradujo en un notable aumento de las exportaciones de este grupo de

Otros países. Principales indicadores

	Producción real (a)		Precios de consumo (b)		Balanza por cuenta corriente (c)		Superávit (+) o déficit (-) público (d)	
	1993	1994	1993	1994	1993	1994	1993	1994
África	0,7	2,5	26,4	33,0	-8,5	-12,4	-8,4	-6,5
Asia	8,7	8,6	9,3	13,5	-14,4	-17,7	-2,5	-2,4
Oriente Medio	4,0	0,5	23,6	31,7	-25,2	-14,4	-7,5	-6,2
América Central y del Sur	3,3	4,5	212,3	227,2	-46,3	-49,4	-0,2	-0,8
Economías en transición (e)	-9,2	-9,4	675,1	295,6	-6,0	-10,9	-6,7	-7,5
PRO MEMORIA:								
África Sub-sahariana	1,6	2,3	34,3	49,3	-8,9	-7,1	-8,6	-7,5
Cuatro países asiáticos de reciente industrialización (f)	6,0	7,2	4,6	5,7	18,0	11,2	0,7	-0,5
Rusia	-12,0	-15,0	896,0	302,0	2,5	-1,0	—	—

Fuente: Fondo Monetario Internacional.

- (a) Tasas de variación.
(b) Tasas de crecimiento medias anuales.
(c) Saldo en miles de millones de dólares.
(d) Saldo del gobierno central, en porcentaje del PIB.
(e) Incluye Europa Central y del Este, Rusia y Asia Central.
(f) Corea del Sur, Hong Kong, Singapur y Taiwán.

países, en especial hacia la Unión Europea, que también permitió una leve mejoría de los déficit por cuenta corriente. Las cuentas públicas mostraron la resistencia a la baja de los elevados déficit presupuestarios en la mayor parte de los casos, con la excepción de la República Checa, que, al igual que en 1993, volvió a registrar un saldo equilibrado.

La evolución de la economía rusa fue sensiblemente más negativa que la del resto del área, como resultado tanto de la crisis financiera y cambiaria del pasado otoño como de las crecientes dificultades experimentadas por el proceso de reforma económica, de la inestabilidad continuada del marco político y de los conflictos regionales. En Rusia, la producción real cayó, en 1994, un 15 % —según estimaciones oficiales provisionales—, la tasa de inflación fue superior al 300 % y las finanzas públicas se deterioraron notablemente.

El conjunto de los países en desarrollo registró, durante 1994, un crecimiento ligeramente superior al 6 %, similar al del año anterior. Estos países continuaron beneficiándose del aumento de la demanda de los países desarrollados, del mayor crecimiento del comercio mundial y del impulso favorable derivado del aumento de los precios de las materias primas en los mercados mundiales.

Por grandes regiones, la mayor expansión se registró en el continente asiático, impulsada por las altas tasas de crecimiento registradas, por

cuarto año consecutivo, en China (12 %), por la expansión de los cuatro nuevos países industrializados (Corea del Sur, Hong Kong, Singapur y Taiwán), que crecieron en torno a un 7 % y, también, en otras economías del sudeste asiático, que ya en años anteriores se habían caracterizado por su notable dinamismo (Malasia, Tailandia, Indonesia y Vietnam, principalmente). En este contexto, la intensidad del avance de la economía china —pese a los riesgos asociados a sus crecientes desequilibrios en los precios y en el saldo exterior— ha venido a unirse a la pujanza expansiva del área sudoriental asiática, que tiende a consolidarse, en los últimos años, como la zona de mayor crecimiento económico mundial, y cuya integración en el conjunto de los mercados internacionales se está produciendo de manera muy rápida, favorecida, en algunos casos, por las interrelaciones entre su capacidad de producción de materias primas y sus exportaciones industriales, y, en todos, por la competitividad de estas últimas.

Las economías de América Central y del Sur experimentaron un crecimiento del producto cercano al 5 %, el más alto alcanzado por la región en los últimos diez años. A este resultado contribuyeron sensiblemente las mayores economías del área, favorecidas tanto por los fuertes aumentos de demanda y de precios de las materias primas que poseen (metales y alimentos no elaborados) como por los resultados favorables de los programas de saneamiento y ajuste económico llevados a cabo en años recientes.

Méjico merece especial atención, dada la repercusión que su crisis monetaria ha tenido en los mercados financieros internacionales, tal y como se ha expuesto en el apartado anterior. En el mes de diciembre, las autoridades mejicanas se vieron forzadas al abandono del régimen de tipo de cambio que había seguido el peso frente al dólar, que había conducido a una fuerte apreciación real de su moneda. Esto supuso el origen de una crisis cambiaria, que se tradujo en una depreciación frente al dólar cercana al 50 %.

Los procesos de ajuste económico y de reformas estructurales de años anteriores habían permitido que Méjico alcanzara buenos resultados macroeconómicos: en 1994 el PIB creció a una tasa real del 4,5 %, la inflación se situó en diciembre en el 7 %, el nivel más bajo de los últimos 22 años, y el saldo de las Administraciones Públicas se mantuvo en superávit. Sin embargo, el principal factor desencadenante de la crisis mejicana fue la creciente dificultad de financiar su abultado déficit exterior. En 1994, la balanza por cuenta corriente amplió su saldo negativo hasta el 8,1 % del PIB (frente al 6,5 % en 1993), deterioro que, unido a la sucesión de episodios de inestabilidad política, ocasionó un aumento de la percepción de riesgo por parte de los inversores extranjeros y una reversión del flujo de capitales que hasta entonces habían cubierto las necesidades de financiación de esta economía. Como resultado, se produjo un rápido agotamiento de las reservas exteriores, que amenazaba con convertirse en una grave crisis de liquidez y terminó por hacer

insostenible el mantenimiento del régimen cambiario.

En Argentina, en Chile y, en general, en los llamados mercados emergentes, la caída del peso produjo un efecto de contagio, materializado en una huida de la inversión extranjera. Para alguno de estos países, en particular para los del área iberoamericana, las repercusiones de la crisis mejicana podrían entrañar notables riesgos, ya que podrían conducir a un cuestionamiento de las estrategias de desarrollo basadas en la liberalización económica y en la apertura al exterior, a una reducción de los flujos de capitales extranjeros y, en definitiva, a un freno al crecimiento económico. No obstante, pocos países presentan la combinación de bajo nivel de reservas exteriores, amplio déficit por cuenta corriente, tipo de cambio sobreapreciado y elevado volumen de deuda a corto plazo en poder de extranjeros, que tenía la economía mejicana.

Finalmente, África y Oriente Medio fueron las áreas de menor ritmo de crecimiento de la economía mundial durante 1994. Los graves y persistentes problemas estructurales que han caracterizado a la evolución de la mayoría de las economías africanas a lo largo de los últimos años —incluidos conflictos bélicos y fuertes tensiones sociales y políticas en un gran número de países— no han permitido la necesaria reestructuración de sus sistemas productivos y comerciales, y ha impedido que se beneficiasen de los efectos positivos de la reactivación del comercio y de la producción mundiales.

CAPÍTULO III

LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

Como ya se avanzó en el primer capítulo de este informe, durante 1994 la economía española entró en una fase de recuperación, basada en el dinamismo de las exportaciones y de la inversión, al tiempo que continuaba el proceso de desaceleración de salarios y precios iniciado en 1993, en medio de una profunda recesión. En este capítulo se realiza un análisis detallado de estos aspectos: en el epígrafe III.1 se describe el comportamiento de la demanda y de sus factores determinantes; en el epígrafe III.2 se repasa brevemente la actividad de las distintas ramas productivas y sus implicaciones en términos de creación de empleo; en el epígrafe III.3, por último, se atiende al proceso de formación de precios finales en la economía española durante el año pasado.

III.1. DEMANDA

Según las estimaciones del Instituto Nacional de Estadística (INE), la demanda final creció un 3,9 % en 1994 (véase cuadro III.1), tras haberse reducido un 2 % durante el año anterior. Su crecimiento se explica, primordialmente, por el fortísimo avance de las exportaciones de bienes y servicios (17,7 %), que alcanzaron un peso del 27,7 % en el producto real, y permitieron compensar con creces la aceleración de las importaciones y corregir el saldo negativo de la demanda exterior neta, en porcentaje del PIB, hasta el 2,4 % (véase cuadro III.2). El avance de las ventas al exterior —que no puede ser justificado plenamente por sus determinantes tradicionales, a pesar de que estos evolucionaron de forma muy positiva en 1994—, al que se añadió una recuperación importante de las importaciones, llevó a un incremento significativo de la apertura al exterior de la economía española, de manera que la suma de los flujos comerciales de bienes y servicios supuso casi el 58 % del PIB.

La demanda nacional también se recuperó en 1994, aunque su crecimiento medio anual

fue solo del 0,7 %, muy lastrado por el descenso del 4,1 % observado en 1993; no obstante, en el cuarto trimestre de 1994, el crecimiento interanual de este agregado alcanzó el 2,3 %. Esta recuperación discurrió paralela a la del resto de los países europeos, con los que la economía española muestra una gran sincronía cíclica, y fue relativamente insensible al clima de inestabilidad que aquejó a los mercados financieros a lo largo de todo el año. En cuanto a la composición del movimiento reactivador de la demanda, cabe mencionar el avance de la inversión, tanto en construcción como en bienes de equipo, aunque sus tasas se mantuvieron moderadas en comparación con las observadas en la fase alcista del ciclo anterior y su participación en el producto se situó en niveles todavía muy bajos (21,5 %). Parte de la explicación pudiera encontrarse en el carácter, también moderado, del incremento en el gasto de los consumidores, sin que existan expectativas de mayor aceleración a corto plazo, y en el recorte del consumo público derivado de las medidas de consolidación presupuestaria.

Por tanto, desde el punto de vista del gasto, la actual fase cíclica de la economía española presenta diferencias importantes en relación con la observada en la segunda mitad de la década de los ochenta, con un movimiento al alza más lento por parte de la demanda nacional, tanto privada como pública, y con un despeque mucho más fuerte de las exportaciones. Hay que recordar también que el saldo neto exterior fue positivo, y elevado, hasta 1986, condición que no se ha dado al inicio de la actual recuperación.

III.1.1. Demanda nacional

El *consumo privado* registró un crecimiento del 0,9 %, en términos reales, durante 1994, tasa tres puntos superior a la observada el año anterior, que ha permitido el restablecimiento del nivel de consumo en pesetas constantes

Principales agregados macroeconómicos
Tasas trimestrales reales

	1993				1994				Medias anuales	
	I TR	II TR	III TR	IV TR	I TR	II TR	III TR	IV TR	1993	1994
	CON RESPECTO AL TRIMESTRE PRECEDENTE (ANUALIZADAS)									
Consumo privado	-3,6	-1,7	0,0	0,4	1,0	1,3	2,7	2,6	-2,0	0,9
Consumo público	2,4	2,6	2,8	0,5	-0,8	-0,3	-0,4	-1,2	2,3	0,2
Formación bruta de capital fijo	-12,0	-8,9	-6,3	-2,7	2,5	6,2	6,0	6,9	-10,5	1,0
<i>Construcción</i>	-7,1	-7,8	-5,8	-1,6	2,9	4,8	6,7	5,1	-6,6	1,2
<i>Bienes de equipo y otros</i>	-20,1	-11,0	-7,2	-4,8	1,6	8,8	4,6	10,4	-17,0	0,6
Demanda nacional	-5,9	-3,5	-1,2	-0,5	1,0	2,2	3,0	3,0	-4,1	0,7
Exportaciones de bienes y servicios	9,8	9,1	12,4	23,3	26,8	14,2	9,3	13,9	8,3	17,7
Demanda final	-3,3	-1,3	1,2	3,7	5,8	4,6	4,3	5,3	-2,0	3,9
Importaciones de bienes y servicios	-9,6	-2,4	5,1	12,3	16,1	11,1	10,7	12,8	-5,1	11,0
Producto interior bruto	-1,5	-1,0	0,1	1,4	3,0	2,7	2,5	3,0	-1,1	2,0
	CON RESPECTO AL MISMO TRIMESTRE DEL AÑO ANTERIOR									
	I TR	II TR	III TR	IV TR	I TR	II TR	III TR	IV TR	1993	1994
	CON RESPECTO AL TRIMESTRE PRECEDENTE (ANUALIZADAS)									
Consumo privado	-1,9	-2,7	-2,3	-1,3	-0,1	0,7	1,3	1,9	-2,0	0,9
Consumo público	2,6	2,3	2,2	2,1	1,3	0,5	-0,2	-0,6	2,3	0,2
Formación bruta de capital fijo	-11,4	-12,2	-10,8	-7,6	-4,0	-0,2	2,9	5,4	-10,5	1,0
<i>Construcción</i>	-6,6	-7,1	-7,0	-5,6	-3,1	0,0	3,2	4,9	-6,6	1,2
<i>Bienes de equipo y otros</i>	-19,0	-20,2	-17,0	-11,0	-5,5	-0,6	2,4	6,3	-17,0	0,6
Demanda nacional	-4,1	-5,1	-4,5	-2,8	-1,1	0,4	1,4	2,3	-4,1	0,7
Exportaciones de bienes y servicios	4,4	6,2	9,0	13,5	17,7	19,0	18,2	15,9	8,3	17,7
Demanda final	-2,7	-3,2	-2,2	0,0	2,3	3,8	4,6	5,0	-2,0	3,9
Importaciones de bienes y servicios	-7,2	-8,6	-5,5	1,0	7,5	11,1	12,5	12,6	-5,1	11,0
Producto interior bruto	-1,4	-1,6	-1,2	-0,2	0,9	1,8	2,4	2,8	-1,1	2,0

Fuentes: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

que se había alcanzado con anterioridad a la crisis. La aceleración en términos nominales fue ligeramente inferior, puesto que su deflactor aumentó a una tasa más reducida que la del año precedente (5,1 %). La disminución del ritmo de avance de la renta disponible de las familias —de forma que su poder adquisitivo se redujo en torno a un punto porcentual— determinó un descenso de la tasa de ahorro, en relación con el nivel elevado que había alcanzado en 1993, situándose algo por encima del 10,5 %. No obstante, esta proporción se mantuvo en 1994 en valores superiores a los registrados en las dos fases anteriores de recuperación de la economía española y más acordes con los experimentados hasta finales de los años setenta. En todo caso, habrá que esperar algún tiempo para valorar si el cambio en el patrón de ahorro que tuvo lugar en 1993 responde o no a un aumento permanente en la propensión a ahorrar de las familias, que habría venido determinado por una mayor incertidumbre respecto a la cobertura futura de las prestaciones sociales, así como por la mayor disponibili-

dad de activos financieros, con un tratamiento fiscal favorecedor de la rentabilidad del ahorro.

En cuanto al perfil del consumo a lo largo de 1994, los indicadores disponibles muestran que en el segundo semestre del año se atenuó su ritmo de recuperación, estabilizándose en tasas de variación interanual próximas al 2 %. Tanto la encuesta continua de presupuestos familiares, que presentó una disminución del gasto real por hogar del 1,1 %, a pesar de la mejora mostrada en el primer semestre del año, como el índice de disponibilidades de bienes de consumo, con un aumento del 4,8 %, confirman esta evolución. Aunque las perspectivas de empleo mejoraron a lo largo del año, su alta temporalidad, la desaceleración salarial y la reducción de las prestaciones por desempleo moderaron la recuperación del consumo privado. Por otra parte, las dificultades para contener el déficit público, las expectativas de subidas de tipos de interés en la segunda mitad del año y la mayor presión fiscal, dado que en 1994, y por segundo año consecutivo, no se actualizaron las ta-

CUADRO III.2

Estructura del PIB (a)

% PIB

	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994
Consumo privado	63,3	63,2	63,7	63,7	64,0	65,0	64,3	63,7
Consumo público	15,1	14,9	15,5	15,9	16,4	16,9	17,5	17,2
Formación bruta de capital	21,7	23,8	25,7	26,4	26,2	25,1	21,8	21,5
Capital fijo	21,0	22,8	24,7	25,4	25,2	23,9	21,7	21,4
<i>Construcción</i>	12,3	13,2	14,5	15,4	15,7	14,8	14,0	13,9
<i>Bienes de equipo y otros</i>	8,7	9,6	10,2	9,9	9,5	9,1	7,6	7,5
Demanda nacional	100,2	102,0	104,9	106,0	106,6	106,9	103,6	102,4
Exportaciones de bienes y servicios	20,0	20,0	19,6	19,5	20,6	22,0	24,0	27,7
Importaciones de bienes y servicios	20,2	21,9	24,6	25,5	27,2	28,9	27,7	30,1
Demanda exterior neta	-0,2	-2,0	-4,9	-6,0	-6,6	-6,9	-3,6	-2,4
Producto interior bruto	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
PRO MEMORIA:								
Apertura al exterior (b)	40,1	41,9	44,2	45,0	47,8	50,8	51,7	57,9

Fuentes: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

(a) En pesetas de 1986.

(b) Exportaciones más importaciones de bienes y servicios en porcentaje del PIB.

blas impositivas con la inflación, crearon un clima de incertidumbre que alentó la cautela de los consumidores en sus decisiones de gasto.

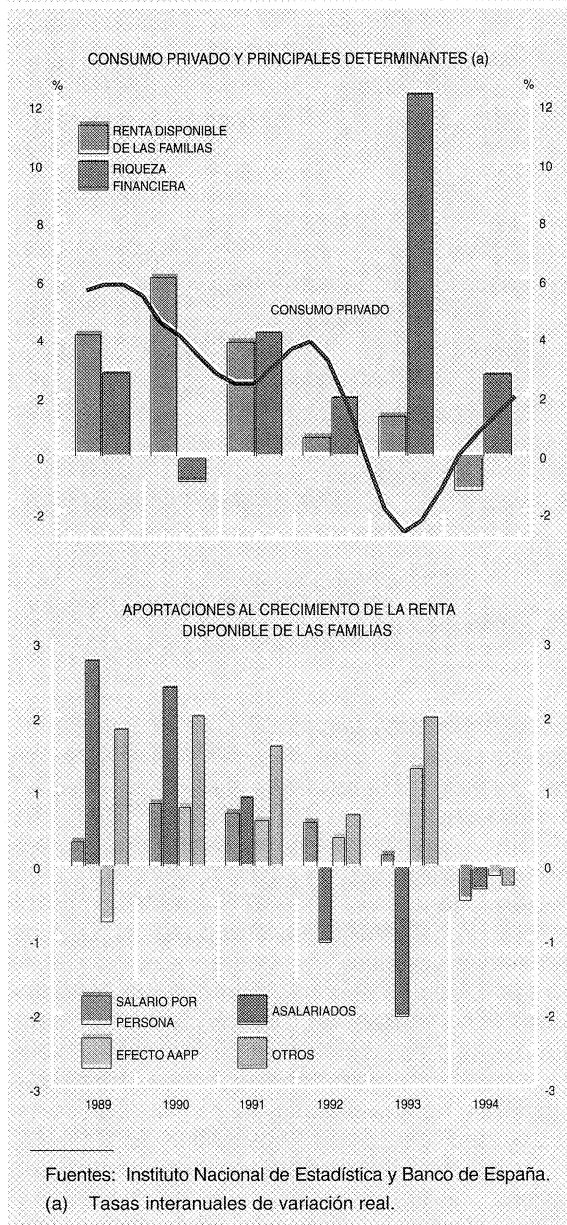
Entre los determinantes del consumo destaca la renta disponible de las familias (véase gráfico III.1), que, como ya se ha dicho, se desaceleró en 1994, experimentando una tasa de variación negativa en términos reales por primera vez en los últimos diez años. El componente principal de los recursos disponibles de las familias, la remuneración de asalariados, registró un incremento mayor que el año anterior —debido a la mejor evolución del empleo—, si bien todavía experimentó una tasa de variación negativa en términos reales: el retraso en la percepción de la recuperación económica por los agentes sociales, la notable acumulación de desempleo que se había producido en 1993 y la flexibilización introducida por la reforma laboral a mediados de 1994 determinaron una mayor disposición por parte de los agentes sociales hacia la moderación salarial.

La política fiscal tuvo, en la media del año, una incidencia negativa, pero próxima a cero, sobre la renta de las familias, y, en cualquier caso, muy inferior a la de 1993 (véase recuadro I). De hecho, en 1994, la aportación de las Administraciones Públicas perdió el carácter compensador que tuvo el año anterior, contribuyendo de forma sustancial a la evolución adversa de la renta disponible. El principal factor que redujo la aportación del sector público a la renta familiar, en relación con años anteriores,

fue la importante desaceleración en las prestaciones sociales. Esta desaceleración vino determinada por las reformas legislativas llevadas a cabo en los años 1992, 1993 y 1994, que afectaron, principalmente, al sistema de protección por desempleo de carácter contributivo, reduciendo tanto la cuantía de la prestación como la tasa de cobertura. Por otra parte, el pago de pensiones contributivas moderó su crecimiento en 1994, debido al menor aumento en el número de pensionistas, en relación con otros años, y a que la indiciación de las pensiones se realizó, por primera vez, con respecto a la inflación prevista y no a la pasada, según se dispuso en la Ley de Presupuestos Generales de 1994. No obstante, se incluyó también una cláusula de revisión, de forma que, al haber superado la inflación efectiva a la prevista, parte de la moderación experimentada en 1994 por el gasto en pensiones se ha compensado en 1995 con la aplicación de dicha cláusula. Por último, las prestaciones sanitarias mantuvieron la senda de desaceleración iniciada en 1993. Las restantes rúbricas de la cuenta de renta disponible de las familias (el excedente, los intereses netos y el resto de ingresos y transferencias netas recibidas del sector privado) atenuaron significativamente su crecimiento en 1994.

La evolución de la riqueza financiera de las familias se vio afectada por el importante ritmo de crecimiento de su endeudamiento, coherente con la reducción de sus recursos disponibles. Por otra parte, la acumulación de activos financieros también perdió dinamismo en 1994,

GRÁFICO III.1

Consumo privado

por lo que la riqueza financiera neta de las familias registró un crecimiento muy inferior al de 1993.

El incremento del gasto de las familias en bienes de consumo duradero, estimado en algo menos del 5 %, fue muy superior al estimado para el gasto no duradero (en torno al 0,5 %), pero, mientras que la tasa de variación del segundo no se alejó significativamente de lo que cabía esperar —a tenor de la evolución de sus factores determinantes—, el aumento de las compras de bienes duraderos fue apreciablemente mayor que lo previsto. Esto se debió a diversos factores específicos que incidieron sobre el comportamiento del consumo duradero. Entre ellos,

el primer plan de renovación del parque automovilístico, iniciado en abril de 1994 y que finalizó en octubre, estimuló notablemente la compra de vehículos —aportando, según estimaciones provisionales, 1,5 puntos al crecimiento del consumo de bienes duraderos—; el segundo plan de renovación, iniciado en los últimos meses del año, tuvo un efecto mucho más reducido. Por otra parte, los bienes duraderos distintos de los vehículos experimentaron una evolución más moderada, aunque también se recuperaron sensiblemente, favorecidos por la reducción de los tipos de interés y por la recuperación de la construcción de viviendas, factores ambos con una elevada incidencia sobre la demanda de este tipo de bienes.

Distinguiendo entre consumo de bienes y de servicios, el crecimiento estimado para este último, en términos reales, fue superior en casi un punto porcentual al del primero. El mayor dinamismo de los servicios se debió al notable crecimiento del gasto en restaurantes y cafés, así como en viajes turísticos, coherente, en lo que se refiere a esta última partida, con la sustitución realizada por los consumidores entre turismo interior y exterior, al haberse encarecido relativamente el segundo respecto al primero, tras la depreciación de la peseta. Dentro del componente de bienes, tanto el consumo de bienes alimenticios como el de no alimenticios registraron tasas de variación real similares, si bien el componente alimenticio experimentó un aumento superior de su precio, a causa de las desfavorables condiciones de oferta, debidas a la evolución adversa de la climatología, y del dinamismo de los precios de las materias primas alimenticias en los mercados internacionales.

El *consumo público* registró en 1994 una tasa de crecimiento real del 0,2 %, dos puntos porcentuales por debajo de la observada el año anterior, prolongando, por quinto año consecutivo, su tendencia hacia menores tasas de crecimiento y pasando de ser el componente más dinámico de la demanda nacional a experimentar el menor avance. Además, su evolución fue de signo contrario a la del resto de los componentes del gasto interior, que incrementaron sus tasas de variación. En términos nominales, el aumento registrado por el consumo público fue del 3 % —inferior al del PIB—, lo que también significa una moderación considerable respecto a la tasa de variación de 1993 (6,4 %). Por componentes, cabe destacar la notable desaceleración registrada en las compras netas de bienes y servicios, cuyo crecimiento nominal (del 1,5 %) contrastó vivamente con el 14 % registrado el año anterior; en términos reales, se estima que las compras netas disminuyeron en torno a un 1 %. Por su parte, el crecimiento nominal alcanzado por la remuneración

Contribución del sector público a la variación de la renta disponible de las familias

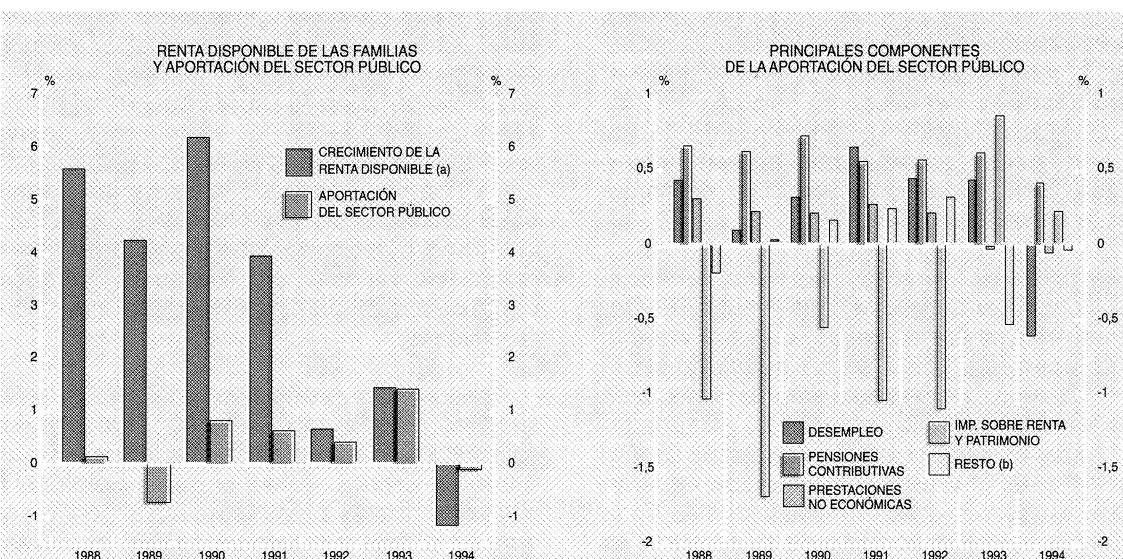
La aportación de las Administraciones Públicas a la variación de la renta disponible de las familias (1) no ha mostrado un perfil cíclico claramente definido en los últimos siete años, como se aprecia en el gráfico adjunto. No obstante, en los dos años en los que la evolución económica adoptó un carácter claramente recesivo —1992 y, especialmente, 1993—, dicha aportación no solo fue positiva, sino que adquirió una importancia significativa, al superar a la del resto de componentes de la renta disponible. En 1994, la contribución de las Administraciones Públicas fue ligeramente negativa, como consecuencia de una fuerte desaceleración de las prestaciones sociales.

En términos de pesos relativos, los recursos aportados por las Administraciones Públicas a la variación de la renta disponible de las familias han supuesto alrededor del 16 %, como media del período objeto de análisis, cuantía muy inferior al peso relativo del excedente bruto de explotación o a la remuneración de asalariados. No obstante, para determinados colectivos de población —como desempleados y pensionistas— con alta propensión media a consumir, supone la práctica totalidad de sus recursos disponibles. Por otra parte, los recursos drenados por el sector público ponderan alrededor del 40 % en el total de empleos de la cuenta de renta de las familias, si se consideran como tales, además de los impuestos sobre la renta y sobre el patrimonio, las cotizaciones sociales a cargo de los trabajadores a las Administraciones Públicas.

La aportación de las Administraciones Públicas al crecimiento de los recursos de las familias ha venido explicada, fundamentalmente, por la contribución de las prestaciones económicas, de cuantía muy superior a las prestaciones no económicas. Dentro de las primeras, contrasta la estabilidad de la aportación de las pensiones con la volatilidad de las prestaciones por desempleo y del resto de prestaciones económicas. Tanto el volumen como la evolución de las prestaciones por desempleo están determinados por la posición cíclica de la economía y por los cambios en la normativa reguladora. Estos han sido muy importantes en los últimos años en la economía española, al afectar no solo al número de beneficiarios, sino también al período de percepción, alterando la tasa de cobertura de la población desempleada. En los primeros años del período considerado, los cambios legislativos introducidos en el marco normativo de las prestaciones por desempleo tuvieron como objetivo ampliar la cobertura asistencial; a partir de 1992, su fin fue, prioritariamente, racionalizar el gasto público, con objeto de mejorar su eficiencia y evitar el fraude. Por otro lado, la importante reducción en el resto de prestaciones económicas en los años 1993 y 1994 también responde al cambio normativo introducido a mediados de 1992, que obligó a las empresas a soportar los gastos de incapacidad laboral transitoria desde el cuarto al decimoquinto día. Adicionalmente, en 1991 se introdujeron las pensiones de carácter no contributivo, que evolucionaron de forma muy dinámica tras su implantación.

En relación con la evolución de los recursos drenados a las familias, hay que señalar que se encuentran muy afectados por el calendario efectivo del IRPF, que no ha sido homogéneo año a año, debido al abono de la cuota diferencial, distorsionando la contribución del sector público al crecimiento de la renta disponible de las familias. Por último, las cotizaciones sociales a cargo de los trabajadores mostraron un dinamismo importante en el período 1989-1991 y una desaceleración en los dos años posteriores, en línea con la evolución del empleo en el período considerado. En el año 1993, la caída en el número de cotizantes se vio parcialmente compensada por la unificación de los límites máximos de cotización, eliminándose gran parte de los tramos intermedios. En 1994, se incrementó el tipo correspondiente a una parte de estas cotizaciones.

(1) Definida como la diferencia entre la contribución a la variación de los recursos de la cuenta de renta de las familias (a través de las prestaciones económicas —desempleo, pensiones contributivas y otras— y prestaciones no económicas) y la contribución a la variación de los empleos de dicha cuenta (pago de impuestos directos y de cotizaciones sociales a cargo de los trabajadores). Las cotizaciones a cargo de los empleadores tienen un efecto neto nulo sobre la variación de la renta disponible de las familias.



Fuentes: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

(a) Tasas de crecimiento anual en términos reales.

(b) Incluye pensiones no contributivas, desde 1991, el resto de prestaciones económicas y, como empleo, las cotizaciones reales de los trabajadores a las Administraciones Públicas.

de asalariados se situó en el 3,2 %, cuatro décimas menos que en 1993, en tanto que el consumo de capital fijo —con un aumento nominal del 7,3 %— fue el componente más dinámico del consumo público, aunque también se desaceleró, tanto en relación con 1993 como a lo largo de 1994.

El artículo 21 de la Ley de Presupuestos Generales del Estado para 1994 estableció el mantenimiento de las retribuciones para el personal al servicio de las Administraciones Públicas al mismo nivel que en 1993 (frente al 1,8 % de incremento salarial en ese último año), al tiempo que restringía las convocatorias de plazas para ingreso de nuevo personal a las que, excepcionalmente, se considerasen inaplazables. Por ello, la escasa desaceleración de la remuneración de asalariados en 1994 —aun descontando el aumento del 3,5 % de las pensiones de clases pasivas, en línea con la inflación prevista, incluido en este agregado— pone de manifiesto la inercia que tienen los deslizamientos salariales en el sector público, hecho que dificulta enormemente todo intento de reducción efectiva y permanente de este capítulo de gastos. En cuanto al componente de compras netas de bienes y servicios, su contención fue debida, exclusivamente, a la caída experimentada en la Administración Central (especialmente en el Estado), siendo notable la disminución de las compras militares (en torno al 18,5 %). Por el contrario, las Administraciones Territoriales y de Seguridad Social mantuvieron crecimientos elevados de las compras; dado que en ellas se concentra más del 70 % de esta partida del gasto, resulta evidente la necesidad de un control más estricto de la misma para contener la tendencia al desbordamiento del consumo público. Por último, la desaceleración del consumo de capital fijo —en torno a los tres puntos porcentuales— fue debida al descenso estimado en el conjunto de la inversión pública.

Por agentes, fue el subsector de las Administraciones Territoriales el que mostró un crecimiento mayor del consumo, que fue notable en las compras, como se ha señalado en el párrafo anterior, pero especialmente destacable en la remuneración de asalariados, con una tasa nominal cercana al 4,2 %, a pesar de la congelación salarial y de plantillas citada anteriormente. En cuanto a las Administraciones de la Seguridad Social, el aumento de su consumo se estima ligeramente superior al 4 %, ocasionado por la dificultad de reducir las compras de bienes y servicios llevadas a cabo por el INSALUD —con un aumento estimado del 7,7 %—, en tanto que la remuneración registró un incremento ligeramente superior al 2 %. En el Estado, por el contrario, se estima una ligera caída

del consumo en términos nominales, provocada por la fuerte reducción de las compras netas de bienes y servicios (del 14,2 %), especialmente intensa en las compras de defensa, mientras que la remuneración de asalariados registró un aumento del 2,7 %, aunque las remuneraciones relativas al personal en activo avanzaron a un ritmo algo menor (en torno al 2,1 %).

El perfil seguido por el consumo público a lo largo de 1994 fue de permanente desaceleración, registrando tasas de variación negativas en la segunda mitad del año. Hasta septiembre, su evolución vino determinada por la fuerte reducción en las compras (ayudada por los menores ritmos de crecimiento del consumo de capital fijo), que excedieron la ligera aceleración de la remuneración de asalariados. Por el contrario, en el último trimestre, las compras iniciaron un cambio de tendencia, suavizándose su caída, aunque no lo suficiente como para contrarrestar la desaceleración de la remuneración de asalariados y del consumo de capital fijo, por lo que el descenso del consumo público se acentuó ligeramente.

El otro componente de la demanda final de las Administraciones Públicas, la *formación bruta de capital fijo*, también se desaceleró en 1994, estimándose, incluso, una disminución en términos nominales, de forma que su peso en el PIB se redujo en 0,4 puntos porcentuales, hasta quedar en el 3,9 %. En pesetas constantes, la caída fue mayor que la del consumo, pero con un perfil diferente, registrando su mayor descenso en el primer trimestre del año y recuperándose ligeramente con posterioridad. El retroceso de la inversión pública fue especialmente acusado en los Organismos de la Administración Central, que redujeron su gasto en más del 25 %, en términos nominales. Por otra parte, según los datos desagregados disponibles, procedentes de las cuentas del Estado y de las estadísticas de licitación, la inversión pública en infraestructuras experimentó una variación positiva en 1994, concentrándose los recortes del gasto en otro tipo de inversiones.

En conjunto, la demanda final pública se desaceleró notablemente en 1994, reduciéndose su participación en el PIB y moderando de esta forma su presión sobre el gasto nominal. No obstante, deben señalarse ciertos riesgos que pueden aflorar y poner en peligro el mantenimiento del tono de austeridad seguido en 1994, como son los elevados deslizamientos salariales, puestos de manifiesto en el crecimiento de las remuneraciones, y la dificultad para contener las compras de la Seguridad Social y de los Entes Territoriales, que deberían presupuestarse con mayor rigor.

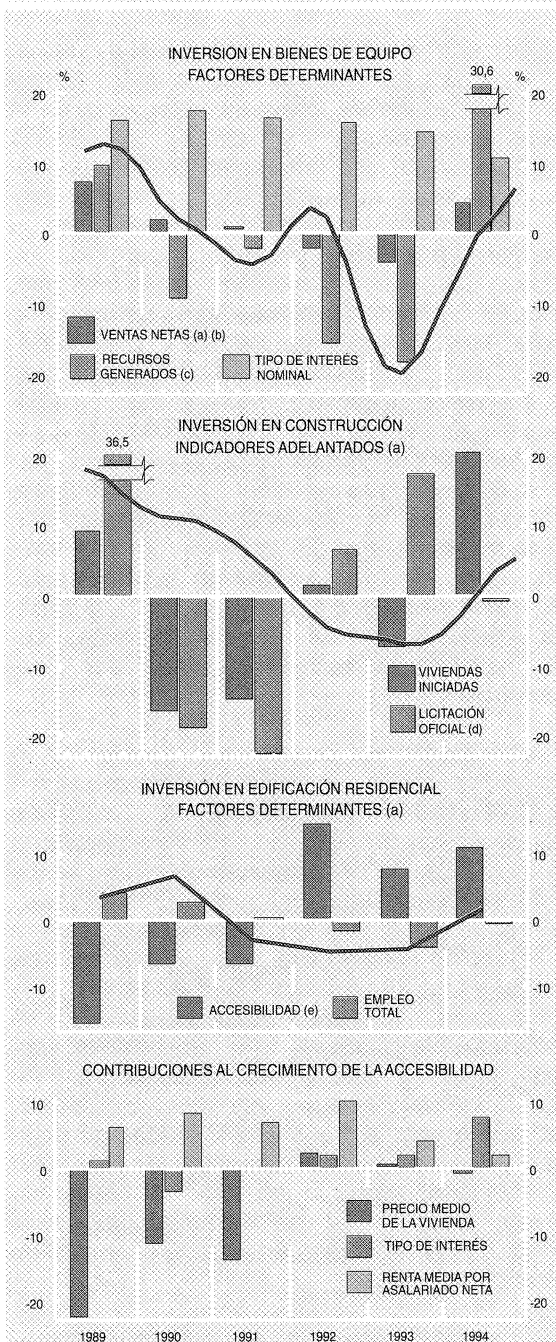
La formación bruta de capital fijo en el conjunto de la economía, incluyendo las Administraciones Públicas y el sector privado, experimentó una notable recuperación en 1994, elevándose un 1 %, en términos reales, después de descender un 10,5 % en 1993. La *inversión en bienes de equipo* fue el componente que mostró una mayor aceleración, finalizando el año con un crecimiento del 0,6 %, que contrasta con la reducción del 17 % registrada el año anterior (véase gráfico III.2). A diferencia del consumo, la recuperación de la inversión en bienes de equipo no fue suficiente para compensar el deterioro experimentado durante la recesión —cuyo nivel cayó un 20 %— y a finales de 1994 se encontraba todavía casi un 15 % por debajo del nivel alcanzado antes de la crisis, como ya se ha señalado en el primer capítulo de este informe. El dinamismo experimentado por este componente de la formación bruta de capital fijo fue, como corresponde a su mayor volatilidad, más intenso que el registrado por los restantes agregados de la demanda nacional, y permitió que sus tasas de variación evolucionaran desde valores fuertemente negativos en la primera mitad de 1994, hasta superar a los de resto de las partidas de la demanda interna al final del año. Dentro de la inversión en equipo, el componente de material de transporte mostró una recuperación más marcada que el de maquinaria, aunque también se había deteriorado en mayor medida a lo largo de la fase recesiva.

La paulatina reducción de los tipos de interés, el dinamismo de la demanda, la clara mejora de las expectativas empresariales y, en fin, la favorable posición financiera de las empresas y la consiguiente reducción en el número de quiebras registradas estimularon la recuperación de la inversión en bienes de equipo a lo largo del año. Los indicadores referidos a este componente de la formación bruta de capital fijo —el índice de disponibilidades, la encuesta de coyuntura industrial y las importaciones de bienes de equipo— confirman la evolución descrita.

Como ya se ha mencionado, uno de los principales determinantes de la recuperación de la inversión en bienes de equipo durante el año 1994 fue el impulso de la demanda agregada. En particular, la demanda generada en la vertiente exterior registró los incrementos más elevados, estimulada por las ganancias de competitividad y por el dinamismo de los mercados exteriores; a medida que el impulso exterior se fue moderando a lo largo del año, la presión de la demanda procedente del mercado interior fue tomando el relevo, con el consumo creciendo de forma sostenida. Esta mayor presión de la demanda sobre el capital productivo se tradujo en un importante aumento de la

GRÁFICO III.2

Formación bruta de capital fijo



Fuentes: Instituto Nacional de Estadística, SEOPAN, MOPTMA y Banco de España.

(a) Tasas interanuales de variación real.

(b) Cifra neta de negocios deflactada por el deflactor de la demanda final.

(c) Tasas nominales. Definición de la CBT.

(d) Licitación oficial deflactada por el indicador de costes de la construcción. Para 1989, estimación realizada a partir de los datos de SEOPAN; resto, MOPTMA.

(e) Calculada como el cociente entre la renta media neta de impuestos y el esfuerzo necesario para acceder a una vivienda media, definida como el total de pagos a realizar el año de adquisición, suponiendo que la vivienda se financia en un 20 % con capitales propios, y en un 80 % mediante una hipoteca a tipo de interés fijo, con plazo de devolución de 15 años.

utilización de la capacidad productiva en la industria, que se situó en torno al 78 % al finalizar el año.

La recuperación de la actividad estuvo acompañada por una disminución de los gastos de personal de las empresas, derivada de la moderación salarial y de la reducción de las plantillas, y por una notable caída de sus gastos financieros, como consecuencia de la evolución de los tipos de interés relevantes para su financiación en 1993 y 1994. La caída de los gastos, junto con el dinamismo de la actividad, provocó un aumento del resultado neto y de la rentabilidad de las empresas. Esta última superó, por primera vez desde 1989, a la proporción de los gastos financieros sobre el pasivo remunerado, generando, según los datos de la Central de Balances Trimestral del Banco de España (CBT), un apalancamiento financiero ligeramente positivo, con la consiguiente reactivación de la inversión. Por último, un factor que también incidió favorablemente en la adquisición de bienes de equipo fueron los incentivos fiscales introducidos en los años más recientes, cuya efectividad se ha visto acentuada por la recuperación.

El aumento que registró la capacidad de financiación de las empresas no financieras durante el año 1994 y las mejoras introducidas en sus procesos productivos, objetivo prioritario en la realización de inversiones en los últimos años, según la encuesta sobre planes de inversión en la industria que realiza semestralmente el Ministerio de Industria y Energía, asentaron las bases para que la inversión en equipo respondiera con rapidez a la recuperación de la demanda. No obstante, la modernización tecnológica del aparato productivo conseguida en el anterior ciclo inversor, el exceso de capacidad aún existente y el carácter moderado de la reactivación del consumo han determinado que el relanzamiento de la inversión en bienes de equipo en la actual recuperación haya sido menor que el registrado en la segunda mitad de los años ochenta.

La *inversión en construcción* alcanzó un crecimiento del 1,2 %, en términos reales, en 1994, tasa muy superior a la registrada el año anterior (-6,6 %), siendo el componente de la demanda interna que aumentó en mayor medida en el promedio del año. Por tipos de obra, tanto la inversión en edificación como la inversión en obra civil mostraron una tendencia creciente a lo largo del año. Dentro de la edificación, el mayor dinamismo correspondió a la adquisición de viviendas, en tanto que la construcción de establecimientos colectivos se redujo y la edificación no residencial creció en menor medida. En cuanto a la obra civil, se estima que

registró una tasa de variación próxima al 1 %, casi un punto inferior a la del componente de edificación.

En el transcurso del año, los indicadores del sector tuvieron un comportamiento similar: tanto la Encuesta Coyuntural de la Industria de la Construcción, del Ministerio de Obras Públicas, Transportes y Medio Ambiente (MOPTMA), como el consumo aparente de cemento, el índice de producción industrial de materiales de construcción y el empleo en el sector de construcción mantuvieron un perfil de aceleración, que se aminoró ligeramente en el tercer trimestre, a excepción del empleo, que registró un notable aumento en el cuarto trimestre de 1994, según la Encuesta de Población Activa (EPA).

Como ya se ha mencionado, la recuperación de la edificación residencial fue consecuencia de la favorable evolución del componente de vivienda, que pudo alcanzar, en el promedio del año, una tasa de variación próxima al 5 %, ya que para el componente de establecimientos colectivos se estima un descenso del orden del 10 %. Uno de los factores que han favorecido la recuperación de la demanda de viviendas en 1994 ha sido su mayor accesibilidad en el período reciente (véase gráfico III.2). En efecto: en 1994, y por tercer año consecutivo, la capacidad de una familia para hacer frente a los pagos necesarios para comprar una vivienda mejoró, contrarrestando parte del continuo y acusado deterioro registrado en el período 1985-1991. Entre los años 1989 y 1991, la dificultad creciente para el acceso a la vivienda se debió, principalmente, al intenso crecimiento de su precio, que superó ampliamente el efecto positivo que tuvo el aumento de la renta media de las familias, en un contexto de crecimiento del empleo. En 1992 se detuvo el proceso de aumento del precio de la vivienda, lo que, junto con el mantenimiento de tasas de crecimiento positivas de la renta disponible y la caída de los tipos de interés, aumentó sensiblemente el grado de accesibilidad. En el año 1994, la principal aportación a la mejora de este indicador provino de la reducción del tipo de interés de referencia del mercado hipotecario, ya que la contribución de la renta media fue menor que la de otros años y el precio de la vivienda experimentó un ligero aumento, rompiendo la tendencia decreciente de los dos años anteriores.

Es importante señalar que la evolución favorable de la demanda de viviendas en el año 1994 tuvo lugar en un contexto de menor rigidez de la oferta que en etapas anteriores de recuperación, lo que pudo facilitar una mejor adecuación entre ambas, aminorando las presiones sobre los precios. Hay que mencionar, igualmente, el impulso que ha supuesto el plan

de viviendas de protección oficial para la recuperación de este sector, habiéndose financiado en 1994 el 103,3 % de cifras asignadas a dicho año. Desde el inicio del plan, en 1992, el porcentaje de viviendas financiadas con respecto a los objetivos planteados ha sido del 97,5 %.

Según la Encuesta Coyuntural, la edificación no residencial registró una tasa de incremento superior al 2 % en 1994, mostrando, igual que el componente de edificación residencial, una mejora gradual a lo largo del año, en línea con la recuperación de la demanda y con la reducción de los tipos de interés, ya que este tipo de activos requiere un volumen de financiación elevado. El sector en el que mayor recuperación se observó fue el industrial. El sector de oficinas siguió sin mostrar signos de reactivación, en línea con la moderación de los precios de alquiler en los últimos años. Finalmente, la inversión en obra civil ganó impulso a lo largo del año, a medida que se iba materializando el gran volumen de obra licitada el año anterior. Por tipología de obra, el mayor dinamismo se observó en la construcción de oleoductos y obras de regadío, como viene ocurriendo desde 1992, ya que ha sido en este tipo de infraestructuras en el que se ha realizado un mayor esfuerzo presupuestario, necesario para aminorar los efectos negativos de la sequía en la mitad sur peninsular; la construcción de carreteras, calles y aeropuertos también tuvo incrementos importantes en 1994. Por el contrario, la construcción de centrales hidroeléctricas y de telecomunicaciones registró la caída más intensa.

Las estimaciones del INE, todavía provisionales, muestran que la *variación de existencias* tuvo una aportación negativa de una décima porcentual al crecimiento del producto real en 1994. A lo largo del año, la variación de existencias evolucionó desde tener aportaciones negativas en el primer semestre, a contribuir positivamente al incremento del producto real en la última mitad del año, en línea con la evolución de la demanda. La acumulación de *stocks* ha sido menos dinámica en la actual fase de recuperación que en etapas alcistas anteriores, debido, probablemente, a las mejoras tecnológicas introducidas en los procesos productivos en los últimos años, que permiten un mayor ajuste entre la producción y la entrega de bienes, no siendo necesario, por lo tanto, el mantenimiento de volúmenes elevados de existencias.

Según los indicadores disponibles, las empresas industriales, en conjunto, finalizaron el año con un nivel de existencias muy inferior al del año precedente, siendo la reducción mayor en las industrias de bienes intermedios y de

equipo que en las de bienes de consumo. A lo largo del año, el perfil fue similar para los bienes intermedios y de equipo, produciéndose las mayores desacumulaciones de existencias en el primer semestre; en las empresas productoras de bienes de consumo, el perfil fue el inverso. En el comercio al por menor también se redujeron los niveles de existencias en 1994, evolucionando de forma volátil a lo largo del año.

Los *stocks* de productos petrolíferos disminuyeron en 1994, por la variación negativa que se produjo en el último trimestre, y que pudo ser debida al aplazamiento de las decisiones de compra de crudo de las refinerías españolas, ante las expectativas de depreciación del dólar. Las existencias de productos agrarios se redujeron igualmente, como consecuencia de las ventas realizadas por el Servicio Nacional de Productos Agrarios (SENPA), para tratar de aminorar las subidas de precios provocadas por la sequía. Finalmente, el número de viviendas invendidas disminuyó por segundo año consecutivo.

III.1.2. Demanda exterior

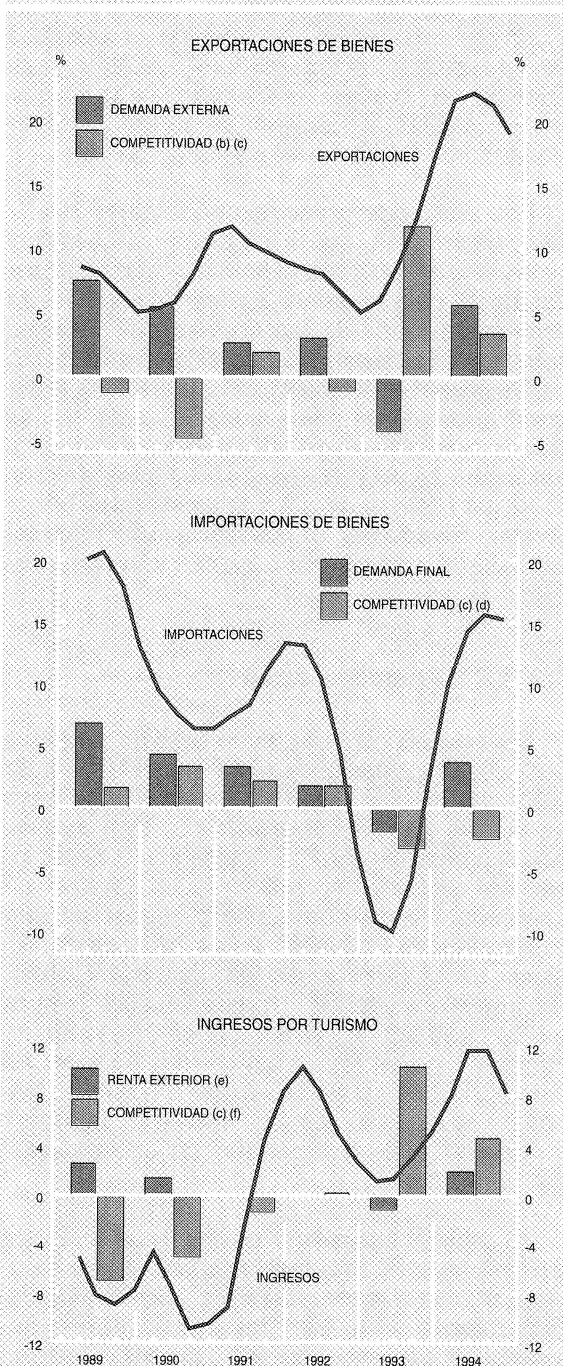
Durante el año 1994, tanto las exportaciones como las importaciones mostraron un ritmo de crecimiento muy elevado. Las exportaciones de bienes y servicios registraron una tasa de variación real del 17,7 %, frente al 8,3 % alcanzado el año anterior, reflejo de un avance excepcional de las ventas de bienes y de una evolución muy favorable de los ingresos por turismo. Las importaciones, por su parte, mostraron una recuperación muy acusada, tras la fuerte contracción observada en 1993, alcanzando un crecimiento real del 11 %, fruto, en este caso, de la pujanza de las compras de bienes, ya que los pagos por turismo y, en menor medida, el resto de los servicios experimentaron un retroceso.

El mayor dinamismo de las exportaciones permitió que la demanda exterior neta mantuviera una aportación positiva al crecimiento del PIB durante 1994. Sin embargo, esta fue atenuándose a lo largo del año, a medida que las importaciones cobraban un mayor impulso y las exportaciones moderaban su ritmo de crecimiento, situándose en 1,2 puntos porcentuales en el promedio de 1994: 2,1 puntos menos que la alcanzada el año anterior.

Las *exportaciones de bienes* mostraron un extraordinario aumento durante 1994, alcanzando una tasa de crecimiento real del 20,1 % en el promedio del año. Como se aprecia en el gráfico III.3, donde se recogen los factores que explican el comportamiento de los principales

GRÁFICO III.3

Demanda exterior neta y principales determinantes (a)



Fuentes: FMI, OCDE, Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

- (a) Tasas interanuales de variación real.
 (b) Inversa del deflactor de las exportaciones españolas en relación con los precios de exportación del resto del mundo, corregidos por el tipo de cambio.
 (c) Los valores positivos indican una ganancia de competitividad de las exportaciones, importaciones y del sector turístico español, respectivamente; y los negativos, una pérdida.
 (d) Índice de precios industriales en relación con el deflactor de las importaciones españolas.
 (e) Media del PIB de los países de procedencia del turismo español, ponderada según la importancia relativa del número de visitantes.
 (f) Inversa del tipo de cambio efectivo real frente a la OCDE.

componentes de la demanda exterior, la recuperación de los mercados de exportación españoles, asociada a la mejora de la posición cíclica de las economías europeas, y la persistencia de los efectos favorables sobre la competitividad derivados de la depreciación de la peseta contribuyen a explicar este resultado. No obstante, la conjunción de ambos factores, de acuerdo con sus elasticidades históricas, resulta insuficiente para explicar el desarrollo tan positivo de las exportaciones durante 1994. En este sentido, cabe señalar que, a lo largo de los dos últimos años, la actividad exportadora ha experimentado una importante mejora de su rentabilidad, que ha podido impulsar una mayor orientación hacia el exterior de las empresas españolas, después de un largo período en el que las tensiones de costes internas y la apreciación del tipo de cambio, en un marco de creciente competencia en los mercados internacionales que obligaba al mantenimiento de pautas muy moderadas en los precios, reducían sensiblemente las ventajas derivadas de una mayor internacionalización. La depreciación de la peseta cambió radicalmente este panorama, al permitir que los exportadores aumentaran sustancialmente sus precios en pesetas, recuperando sus márgenes de explotación, al tiempo que alcanzaban importantes ganancias de competitividad en los mercados exteriores.

El dinamismo de las exportaciones por grupos de productos y áreas geográficas y económicas fue generalizado, si se exceptúan los productos energéticos (véase cuadro III.3). Según los datos de comercio del Departamento de Aduanas, las ventas a la OCDE tuvieron un comportamiento muy expansivo (28,7 %, en términos nominales), mientras que en el resto de los mercados se mostraron más moderadas (16,6 %), apreciándose una cierta desaceleración de las ventas a este segundo grupo de países, en comparación con el acusado incremento observado en 1993. Dentro de la OCDE, las exportaciones a los países de la UE experimentaron un fuerte avance, y su participación relativa, en el total de las exportaciones, aumentó hasta el 68,7 %, compensando parcialmente el retroceso observado durante los dos años anteriores como consecuencia de la fase de desaceleración cíclica que atravesaron estas economías. Cabe destacar la recuperación de las ventas a Italia, que presentaron una caída en 1993, y el elevado aumento de las dirigidas a Francia, Grecia y Holanda. Por otra parte, las exportaciones a Estados Unidos, que habían mantenido un tono muy deprimido desde mediados de la década de los ochenta, asociado a la intensa apreciación de la peseta frente al dólar, consolidaron su tendencia de recuperación, en tanto que las destinadas al resto de la OCDE fueron más modestas, aunque dentro de

esta área se puede constatar un amplio crecimiento de las ventas a Japón y una intensa contracción de las dirigidas a Suecia y a Noruega. La persistencia de un elevado ritmo de crecimiento en los países del área anglosajona, que iniciaron con antelación su fase de recuperación cíclica, unida a la reanimación de la demanda en el conjunto de la UE y a las ganancias de competitividad de los productos españoles en los mercados internacionales, son las causas que explican estos resultados.

Por lo que respecta al resto de áreas geográficas, las exportaciones a América Latina y a las economías emergentes del sureste asiático atenuaron su ritmo de crecimiento a medida que se moderaba el impulso recibido tras las devaluaciones de la peseta, aunque mantuvieron tasas de aumento muy elevadas, coherentes con el período de expansión en que se encuentran inmersos muchos de estos países. Además, cabe destacar la recuperación de los mercados de exportación de los países del Este europeo, asociada a los procesos de reestructuración productiva que afrontan estas economías y que ha estimulado su demanda de bienes de equipo.

El empuje de las ventas a los países desarrollados se vio reflejado en una nueva ampliación de la cuota de los productos españoles en estos mercados, en 1994, de especial relevancia en los países de la UE. Dentro de la OCDE, se apreció también un freno en la tendencia a la pérdida de cuota en Estados Unidos. Por otro lado, en los países menos desarrollados, las exportaciones españolas aumentaron su cuota, tras un dilatado período de retroceso continuado (véase gráfico III.4).

Por grupos de productos, las exportaciones presentaron un avance sustancial en todos sus componentes, tanto en términos reales como nominales. Los precios de exportación, medidos por los índices de valor unitario elaborados por la Dirección General de Previsión y Coyuntura (DGPC), mantuvieron, por segundo año consecutivo, una tendencia alcista, especialmente intensa en los primeros meses, registrando un incremento del 4,2 % en el promedio de 1994. Los precios de los bienes de consumo y productos intermedios mostraron los aumentos más elevados, en torno al 5 %, mientras que los de los bienes de equipo experimentaron un retroceso del 1,9 %. Tomando en consideración estas variaciones de los precios, puede constatar un comportamiento muy homogéneo de los principales componentes de la exportación, que mostraron tasas de crecimiento real superiores al 20 % en todos los casos. A un nivel más desagregado, dentro de un contexto generalizado de expan-

CUADRO III.3

Demanda exterior y flujos comerciales

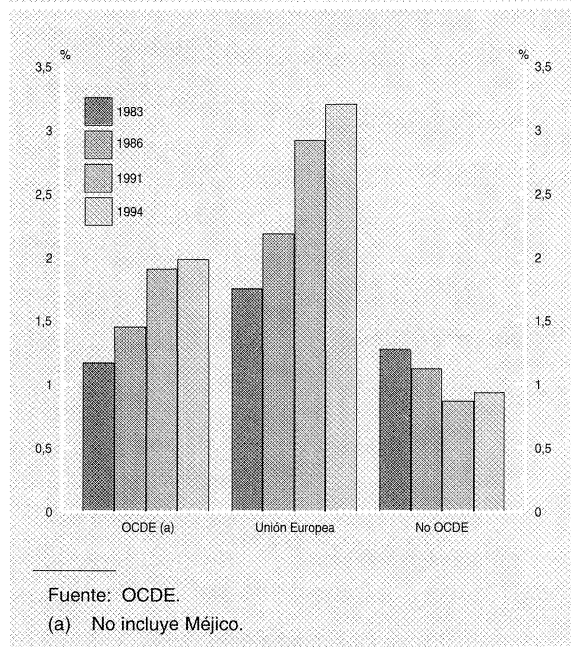
	1992	1993	1994
DEMANDA EXTERIOR. 1992-1994 Tasas de variación real			
EXPORTACIONES:			
Bienes y servicios	7,3	8,3	17,7
Bienes	6,7	11,0	20,7
Servicios	8,6	2,2	10,0
Turismo	6,2	2,4	9,6
Otros servicios	12,1	2,0	10,5
IMPORTACIONES:			
Bienes y servicios	6,9	-5,1	11,0
Bienes	5,7	-6,0	13,6
Servicios	16,8	1,7	-7,5
Turismo	13,0	-6,5	-16,4
Otros servicios	19,2	6,6	-2,9
COMERCIO EXTERIOR DE BIENES Tasas de variación nominal			
EXPORTACIONES:			
Total	9,8	16,5	26,3
POR GRUPOS DE PRODUCTOS:			
Productos no energéticos	9,9	16,6	27,3
Bienes de consumo	11,3	16,9	29,0
Bienes intermedios	5,9	17,0	27,6
Bienes de equipo	19,1	14,5	21,2
Productos energéticos	5,2	13,2	-5,8
POR ÁREAS GEOGRÁFICAS:			
OCDE (a)	8,5	11,8	28,7
UE	7,6	9,4	30,1
EEUU	6,7	17,7	29,2
Resto OCDE	18,4	30,2	17,6
No OCDE	17,0	40,2	16,6
OPEP	13,0	29,9	-1,3
Rusia y países del Este	-25,0	-7,1	51,2
Resto de América	13,4	51,6	34,5
NICS	0,0	73,6	44,3
Resto del mundo	18,9	42,9	13,1
IMPORTACIONES:			
Total	5,9	-0,7	21,9
POR GRUPOS DE PRODUCTOS:			
Productos no energéticos	7,0	-1,7	23,9
Bienes de consumo	23,1	-2,1	15,0
Bienes intermedios	4,7	3,6	29,5
Bienes de equipo	-7,1	-14,2	23,3
Productos energéticos	-2,8	8,3	5,1
POR ÁREAS GEOGRÁFICAS:			
OCDE (a)	6,1	-2,6	22,3
UE	7,5	-3,7	25,5
USA	-2,6	-1,5	21,9
Resto OCDE	5,0	2,1	7,1
No OCDE	5,0	7,0	20,5
OPEP	-14,1	1,7	25,2
Rusia y países del Este	-37,2	-53,9	94,2
Resto de América	0,4	8,1	26,0
NICS	6,0	-11,4	6,4
Resto del mundo	33,9	17,0	24,7

Fuentes: Instituto Nacional de Estadística, Departamento de Aduanas y Banco de España.

(a) Incluye Méjico.

GRÁFICO III.4

Cuotas de las exportaciones españolas en los mercados mundiales



sión, destacan el fuerte crecimiento de las ventas de automóviles y la recuperación de las exportaciones de bienes de consumo no duradero, categoría que engloba ciertas manufacturas tradicionales de consumo de elevada importancia en la estructura de las exportaciones españolas y que habían mostrado un comportamiento muy deprimido en los años anteriores, como consecuencia de la ventaja competitiva que, en términos de costes y precios, han alcanzado algunos países en vías de desarrollo en estos sectores.

Los *ingresos por turismo* crecieron un 9,6 %, en términos reales, en el promedio de 1994, lo que supone la consolidación de la tendencia expansiva iniciada el año anterior, después de la atonía que mostraron a partir de 1987, que solo se vio interrumpida en 1992, debido a los acontecimientos extraordinarios celebrados en España durante ese año. La recuperación del sector turístico en los dos últimos años se ha apoyado, principalmente, en la mejora de su situación competitiva, ligada a la depreciación del tipo de cambio de la peseta desde septiembre de 1992, a lo que cabe añadir el ascenso de la renta de los principales países industrializados en 1994 (véase gráfico III.3). No obstante, aún persisten algunos de los factores que propiciaron la aguda crisis en que se vio sumido este sector durante la segunda mitad de la década de los ochenta —en concreto, el mantenimiento de un diferencial positivo de inflación en el sector de servicios frente a los países de proce-

dencia del turismo y la insuficiente calidad de la oferta turística española—, y que podrían socavar las bases de esta recuperación.

Por lo que respecta a la distribución de los turistas por áreas de procedencia geográfica, cabe destacar la mayor afluencia de los visitantes de Alemania, del Reino Unido y de los países integrantes del Benelux, mientras que los procedentes de Estados Unidos y de Canadá, pese a la depreciación del tipo de cambio de la peseta frente a sus monedas, en media anual, continuaron retrocediendo en importancia relativa.

Las *importaciones de bienes* experimentaron una recuperación muy acentuada a lo largo de 1994, situándose su tasa de crecimiento real en el 13,6 % en el conjunto del año, veinte puntos porcentuales más que la observada en 1993. Como se aprecia en el gráfico III.3, el drástico ajuste de la demanda final y la pérdida de competitividad de los productos importados alcanzada tras las devaluaciones de 1992 y 1993 causaron una fuerte contracción de las compras al exterior en ese último año. Sin embargo, en 1994, las importaciones mostraron una excesiva sensibilidad cíclica ante el relanzamiento de la actividad productiva, sin que la pérdida adicional de competitividad frente a los productos españoles —atenuada por la aceleración de los precios industriales interiores— pudiera contener, de manera significativa, su penetración en el mercado nacional.

Todos los componentes de las importaciones no energéticas experimentaron tasas de crecimiento nominal muy elevadas (véase cuadro III.3), que encierran, en algunos casos, un elevado aumento de los precios. Según los índices de valor unitario de la DGPC, los precios de importación mostraron un fuerte avance durante 1994 (5,8 %), ya que, a medida que se agotaba el impacto alcista ligado a las devaluaciones de la peseta, las tensiones inflacionistas en los mercados internacionales de materias primas cobraron un mayor impulso. Debido a esto, los precios de los bienes intermedios no energéticos importados presentaron un aumento muy acusado (un 9,1 %), mostrando una gran resistencia a la desaceleración, en tanto que los precios de los bienes de consumo y de equipo mantuvieron un comportamiento más moderado, con crecimientos en torno al 3 % en el conjunto de 1994, experimentando, incluso, tasas de variación negativas en los meses finales del año.

Teniendo en cuenta la evolución de los precios de los distintos componentes, puede apreciarse que las compras de bienes de equipo y de bienes intermedios no energéticos, en térmi-

nos reales, tuvieron un comportamiento muy expansivo, registrando tasas de variación próximas al 20 %. Aunque la recuperación de la actividad industrial, apoyada en el dinamismo de las exportaciones y de la inversión, contribuye a explicar este resultado, el extremado vigor alcanzado, a pesar del encarecimiento de sus precios, pone de relieve las rigideces e ineficiencias existentes en la estructura productiva española, que frenan los procesos de sustitución de *inputs* intermedios importados por otros de origen interno, y la excesiva dependencia del exterior que tiene la inversión en equipo. Por último, las importaciones de bienes de consumo, y especialmente las de consumo no alimenticio, fueron las menos dinámicas, en coherencia con la mayor debilidad relativa de este agregado de la demanda.

Por lo que respecta al comercio energético, las importaciones netas experimentaron un crecimiento real del 4 %, en el promedio de 1994, mostrando cierta atonía, como consecuencia del aumento del precio en pesetas del petróleo crudo importado, asociado a la depreciación de la peseta frente a dólar. Este moderado crecimiento de las compras, en un contexto de reanimación de la actividad industrial y de sustitución de producción hidroeléctrica por producción termoeléctrica —que comporta un mayor consumo intermedio de fuel— en el proceso de generación de energía eléctrica, debido a los efectos de la sequía, indujo un ajuste a la baja de las existencias de petróleo de las refinerías españolas. El precio del petróleo crudo importado se situó en 15 dólares/barril en el promedio de 1994, lo que supone un ligero aumento del 2,5 % en relación con el año anterior. Este aumento tan moderado fue consecuencia del reducido nivel que alcanzó en los primeros meses del año (13 dólares/barril), ya que, posteriormente, a medida que se consolidaba la recuperación industrial a nivel internacional, experimentó una presión al alza que lo situó en 16 dólares/barril en el mes de diciembre. El aumento de los precios, expresado en pesetas, fue del 8,3 %, debido a la depreciación de la peseta frente al dólar.

En cuanto a las importaciones de servicios, los pagos por turismo mantuvieron un tono muy deprimido durante 1994, si bien, en los últimos meses del año, se apreciaron síntomas de recuperación. Los factores que frenaron la salida de españoles al extranjero fueron, principalmente, el encarecimiento de los precios de los servicios turísticos exteriores, ligado a las devaluaciones, y el reducido aumento de la renta disponible de las familias.

En definitiva, la mejora de la situación competitiva de la economía española y el ajuste de

la demanda interna en 1993 favorecieron una intensa corrección del saldo neto exterior en ese año, que se prolongó durante los primeros meses de 1994, como consecuencia del elevado dinamismo de las exportaciones. Sin embargo, la acentuada recuperación de las importaciones de bienes agotó rápidamente ese proceso, de manera que el saldo comercial, en términos reales, se situó en el -2,4 % del PIB en el promedio de 1994, experimentando una mejora de solo 1,2 puntos porcentuales, tras el recorte de más de tres puntos observado en 1993. En términos nominales, la reducción del déficit comercial fue aún más moderada, debido al deterioro de la relación real de intercambio.

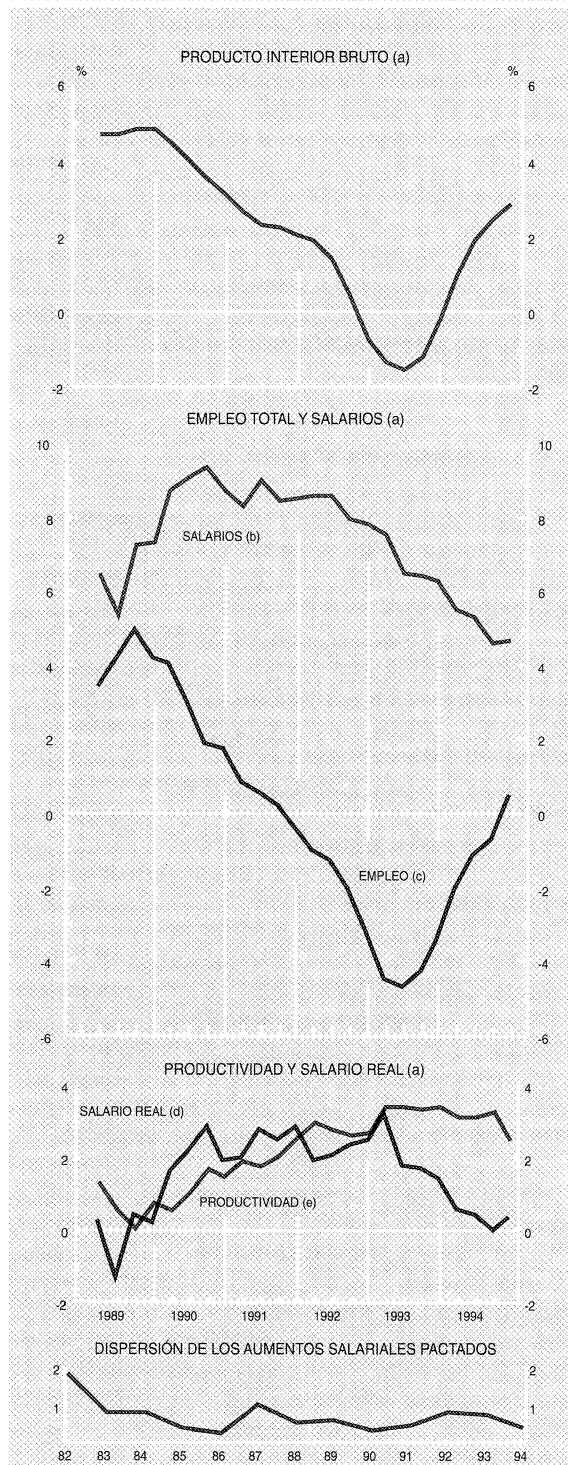
III.2. PRODUCTO Y EMPLEO

La notable aceleración de las importaciones a lo largo de 1994, a pesar de su pérdida de competitividad frente a la producción nacional, determinó que el avance del PIB quedara en el 2 %, en media anual, cuando la demanda final alcanzó un aumento cercano al 4 %. En todo caso, fueron las manufacturas y los servicios ligados al turismo las actividades que más crecieron en 1994, beneficiándose ampliamente del auge de las exportaciones de bienes y servicios. Por el contrario, el valor añadido del sector primario registró un fortísimo descenso como consecuencia de la sequía, en tanto que la actividad en los servicios no destinados a la venta sufrió las consecuencias del ajuste presupuestario. En medio de esta tónica de recuperación de la actividad, aunque desigualmente repartida, las empresas fueron remisas en la contratación de trabajadores, apreciándose solo un ligero aumento del empleo a lo largo del año (véase gráfico III.5); en todo caso, el empleo neto creado fue de naturaleza temporal.

Según se aprecia en el cuadro III.4, el valor añadido de las ramas primarias descendió un 4 % en 1994. Este resultado adverso fue debido a la caída de la producción agrícola, a consecuencia de la sequía, siendo las reducciones más importantes las que afectaron a las cosechas de cereales, aceituna y cultivos industriales. Por el contrario, tanto la ganadería como la pesca, esta en mayor medida, experimentaron aumentos de su actividad en 1994. Los malos resultados agrícolas determinaron una desaceleración importante de la productividad agraria, frente a los notables aumentos de años anteriores, puesto que el proceso de contracción del empleo, que mantuvo la tónica de los últimos años, apenas se intensificó.

Después de los ajustes realizados durante la fase recesiva, las empresas industriales co-

GRÁFICO III.5

Crecimiento real, ocupados, salarios y precios

Fuentes: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

- (a) Tasas interanuales de variación.
- (b) Encuesta de salarios (ganancia media por persona y mes, pagos ordinarios).
- (c) Encuesta de Población Activa.
- (d) Definido como ganancia por persona y mes en concepto de pagos ordinarios, dividida por el índice de precios de consumo.
- (e) Definida como el producto interior bruto dividido por el número de ocupados.

menzaron el año 1994 saneadas financieramente, con carteras de pedidos más abundantes, particularmente extranjeros, y con costes menos abultados. El proceso de mejora se inició en las empresas exportadoras, favorecidas por el dinamismo de los mercados exteriores y por las ganancias de competitividad derivadas de las devaluaciones de la peseta, lo que permitió recuperar el clima de confianza en el sector industrial, en sintonía con las expectativas manifestadas en el resto de los países de la UE. La reanimación se extendió seguidamente a las empresas productoras de bienes intermedios y, posteriormente, a medida que fue aumentando el grado de utilización de la capacidad productiva en las diferentes industrias, a las actividades referidas a la producción de bienes de equipo, atribuyendo a la inversión productiva un papel cada vez más destacado en la actual etapa expansiva.

La progresiva recuperación de la actividad industrial durante el año 1994 se tradujo en un incremento del 3,5 % de su valor añadido bruto, y generó, como ha ocurrido en ciclos anteriores, un perfil cíclico de la producción caracterizado por un comportamiento más variable que el de la economía española en su totalidad, con caídas más intensas durante las etapas recesivas y crecimientos más pronunciados en los períodos de recuperación. La persistente mejora de la actividad industrial, claramente recogida por el perfil creciente del índice de producción industrial y por el ascenso del indicador de confianza en la industria (hasta alcanzar niveles positivos al final del año), vino acompañada por una tímida reactivación del empleo, que cerró el año con un incremento neto de tres mil personas (aunque, en media anual, el número de ocupados descendió un 2,7 %), y por un fuerte aumento del grado de utilización de la capacidad productiva instalada, que se elevó en cerca de seis puntos porcentuales desde el comienzo de 1994. En los últimos meses del año, el índice general de producción industrial mostró una pausa en su proceso de aceleración, aunque mantuvo un elevado ritmo de crecimiento.

La evolución sectorial de la actividad industrial respondió al comportamiento de los distintos componentes de la demanda final, registrándose las mayores tasas de crecimiento en aquellos sectores que contaron con un mercado exterior en expansión. Así, la tendencia favorable del índice general de producción industrial se extendió a la mayoría de sus componentes, destacando el intenso crecimiento de la producción de bienes de equipo y de consumo no alimenticio en el último trimestre del año. Por el contrario, la producción de energía y, muy especialmente, la producción de bienes de consumo alimenticio finalizaron 1994 con des-

Producto, empleo y productividad (a)
Tasas de variación

	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994
Producto interior bruto	5,6	5,2	4,7	3,7	2,2	0,7	-1,1	2,0
Impuestos netos a la importación	27,2	19,4	6,5	1,0	5,0	-6,9	-16,4	-20,1
IVA que grava los productos	7,5	5,2	7,0	2,7	3,1	2,6	-2,5	3,9
Valor añadido bruto	5,3	5,0	4,6	3,8	2,2	0,7	-0,8	2,1
<i>Ramas agraria y pesquera</i>	11,6	3,3	-6,6	3,1	-1,7	-2,1	1,1	-4,0
<i>Industria, excepto construcción</i>	4,7	4,5	3,6	2,0	1,0	-1,8	-2,6	3,5
<i>Construcción</i>	8,3	10,1	13,5	10,2	3,2	-4,6	-5,5	1,0
<i>Servicios destinados a la venta</i>	4,3	4,3	4,6	3,1	2,5	3,1	0,6	2,5
<i>Servicios no destinados a la venta</i>	5,7	6,1	6,9	6,8	4,7	3,1	0,5	1,2
Empleo total	4,5	3,4	3,4	3,6	0,6	-1,2	-4,0	-0,9
<i>Ramas agraria y pesquera</i>	-2,3	-1,1	-6,5	-3,4	-9,4	-7,0	-3,4	-4,5
<i>Industria, excepto construcción</i>	3,2	1,7	3,0	3,1	-2,6	-2,6	-9,4	-2,7
<i>Construcción</i>	11,9	10,2	11,1	8,0	4,4	-6,1	-9,0	-2,7
<i>Servicios destinados a la venta</i>	5,8	4,0	3,9	4,0	3,1	0,8	-1,9	0,6
<i>Servicios no destinados a la venta</i>	6,1	4,6	6,6	5,7	3,6	1,7	-0,1	0,3
Valor añadido bruto por empleado	0,8	1,6	1,1	0,2	1,5	1,9	3,3	3,1
<i>Ramas agraria y pesquera</i>	14,2	4,4	-0,2	6,7	8,6	5,2	4,6	0,5
<i>Industria, excepto construcción</i>	1,5	2,7	0,7	-1,0	3,7	0,9	7,4	6,4
<i>Construcción</i>	-3,2	-0,1	2,2	2,1	-1,1	1,6	3,8	3,8
<i>Servicios destinados a la venta</i>	-1,4	0,4	0,7	-0,9	-0,6	2,2	2,6	1,9
<i>Servicios no destinados a la venta</i>	-0,4	1,4	0,3	1,1	1,0	1,4	0,6	0,9

Fuente: Instituto Nacional de Estadística.

(a) Pesetas constantes de 1986.

censos interanuales que provocaron un perfil trimestral claramente decreciente.

La composición de la producción industrial por ramas productivas en 1994 revela un fuerte crecimiento de la actividad en la mayoría de las industrias, que, en general, se reflejó en una mejora del empleo. El aumento de la producción fue particularmente intenso en la industria química (14,2 %), que permitió un aumento neto de empleo en el conjunto del año, y en las empresas transformadoras de los metales, en particular la construcción de maquinaria agrícola e industrial (10,6 %) y, sobre todo, la construcción de material de transporte (15,5 %), aunque en estos sectores la recuperación del empleo no fue tan intensa como en el primer caso. Asimismo, también fue muy positiva la evolución de la producción textil y del calzado. En otras industrias, en las que la producción también se aceleró, esto no fue suficiente para mejorar el comportamiento del empleo, como ocurrió en la fabricación de muebles, corcho y otras manufacturas, en la industria del papel o en la industria alimenticia. Finalmente, cabe mencionar los descensos en la producción de máquinas de oficina y ordenadores, y en la construcción naval.

Como se ha señalado antes, desde el inicio de la recuperación, la evolución de la produc-

ción industrial estuvo asentada en el impulso del sector exterior, con un crecimiento real de las exportaciones industriales del 24,3 %. Por su parte, la demanda interior de estos productos fue atendida, en buena medida, por bienes importados, pese a los efectos de la devaluación. Esto es consecuencia, por una parte, de que la estructura productiva española requiere el empleo de un elevado volumen de importaciones de bienes intermedios en etapas de expansión, lo que explica que este tipo de importaciones creciera un 18,7 %, a precios constantes, en 1994. Por otra parte, la demanda interior de productos terminados se desvía, en gran medida, hacia importaciones, cuya penetración creciente en el mercado nacional está ligada a factores de calidad y diversificación; así, las compras de productos industriales terminados crecieron a un ritmo elevado (13,8 %), aunque menor que el total. En conjunto, el saldo comercial de productos industriales alcanzó un pequeño superávit (de 32,2 mm) en 1994, frente al déficit (de 286,6 mm) registrado en 1993.

El valor añadido de la construcción registró un cambio significativo de tendencia en 1994, al interrumpirse la evolución negativa de años anteriores e iniciarse un proceso de expansión que se fue consolidando a medida que avanzaba el año. El ejercicio se cerró con un incremento del valor añadido del 1 %, según las es-

timaciones del INE, que contrasta con la caída del 5,5 % acumulada en el año precedente. El notable dinamismo del empleo en la construcción en la segunda mitad del año, junto con el importante aumento de los consumos intermedios utilizados, pone de manifiesto la intensidad con la que se recuperó esta actividad. El avance significativo de la producción interior de los materiales utilizados como consumos intermedios en el sector —cemento, estructuras metálicas y otros materiales para la construcción— revela, por un lado, que el nivel de ejecución de la obra civil continuó siendo muy elevado, y apunta, por otro lado, hacia una proporción cada vez mayor de obras recién iniciadas —avallada por los indicadores de licencias y visados—, que suelen incorporar un mayor peso de consumos intermedios por unidad de producto final.

En la primera mitad del año se produjo todavía un recorte importante de puestos de trabajo en la construcción, relacionado, en gran medida, con el predominio que había en ese momento de la actividad en obra civil y con la etapa, todavía inicial, en la que se desarrollaba la edificación residencial. No obstante, el perfil del empleo se modificó a medida que la edificación tomó mayor empuje, y el año se cerró con la creación neta de 50.000 empleos en el cuarto trimestre y con unas perspectivas favorables, dado el aumento de actividad esperado por los empresarios, según las encuestas de opiniones empresariales; a esto se unen unas mayores facilidades para realizar ajustes de plantillas en un sector en el que el coeficiente de temporalidad supera el 60 %.

Los servicios destinados a la venta se caracterizan por mostrar un patrón cíclico menos marcado que el resto de las ramas. La fase recesiva se inició con retraso y la actividad tocó fondo durante el primer semestre de 1993, sin que llegaran a registrarse tasas reales de variación negativas. Los primeros síntomas de recuperación se observaron a mediados de 1993, consolidándose dicha tendencia en el transcurso de 1994, lo que se tradujo en un crecimiento anual del valor añadido del 2,5 % y en la creación de 64.000 empleos netos a lo largo del año, siendo el único sector que generó un aumento de la ocupación en media anual. La pauta de recuperación de esta actividad, vinculada a la del consumo privado, fue relativamente suave, apreciándose signos de debilidad en la última parte del año, cuando las tasas de crecimiento intertrimestral permanecieron prácticamente estancadas.

El impulso inicial de recuperación en los servicios vino asociado al incremento del turismo, como consecuencia del favorable tipo de cam-

bio de la peseta y de los problemas políticos enraizados en algunas zonas que compiten con el mercado español. Desde 1993, las pernoctaciones y las entradas de viajeros registraron un fuerte crecimiento, que se intensificó durante el primer semestre de 1994. El empleo en la rama de hostelería llegó a crecer a una tasa interanual del 10 % en la primavera de 1994. A partir de entonces, aunque el sector siguió creciendo a tasas muy elevadas, lo hizo a un ritmo cada vez más contenido, lo que se tradujo en una ralentización del empleo. En la rama de comercio, la debilidad del consumo privado nacional determinó un tono muy deprimido de la actividad a lo largo del año, como ponen de manifiesto los indicadores de ventas en grandes superficies y las cifras de actividad de la CBT. Como consecuencia de ello, el comportamiento del empleo fue muy negativo.

Los transportes, que registraron una gran debilidad en 1993, cuando tanto el consumo como la inversión alcanzaron la cota mínima del ciclo, iniciaron una senda ascendente en el transcurso de 1994, impulsada por la recuperación de la demanda final, que permitió un aumento del empleo en esta actividad a lo largo del año. El transporte de mercancías mostró una recuperación más firme, si bien, igual que el resto de la rama, registró una cierta ralentización en la última parte del año. El transporte de pasajeros, por su parte, siguió manifestando signos de debilidad. Los indicadores de actividad referidos a las comunicaciones no confirmaron los signos de mejora detectados en la última parte de 1993. Las conferencias celebradas, que aumentaron durante el primer trimestre de 1994, cayeron posteriormente, y las instalaciones de nuevas líneas telefónicas siguieron una tendencia descendente. Los resultados de la CBT referidos a empresas de transporte y comunicaciones, cuyos datos recogen en torno al 80 % de la actividad del sector, mostraron solo una ligera recuperación del valor añadido nominal en relación con 1993. Finalmente, la rama de instituciones financieras, que evoluciona con cierto retraso respecto al ciclo económico, hizo frente, por primera vez durante la fase de recesión, a fuertes pérdidas netas de empleo, mientras que en la educación y la sanidad el crecimiento del empleo mantuvo una tónica estable, siendo ramas que, por sus características, permanecen, en gran medida, ajenas al ciclo económico.

En cuanto a los servicios no destinados a la venta, el INE ha estimado un crecimiento de su valor añadido, en términos reales, del 1,2 % en 1994, que supone una modesta recuperación en relación con 1993. La mayor parte de ese valor añadido está generado por las Administraciones Públicas en la producción de servicios des-

Fluctuaciones cíclicas del empleo

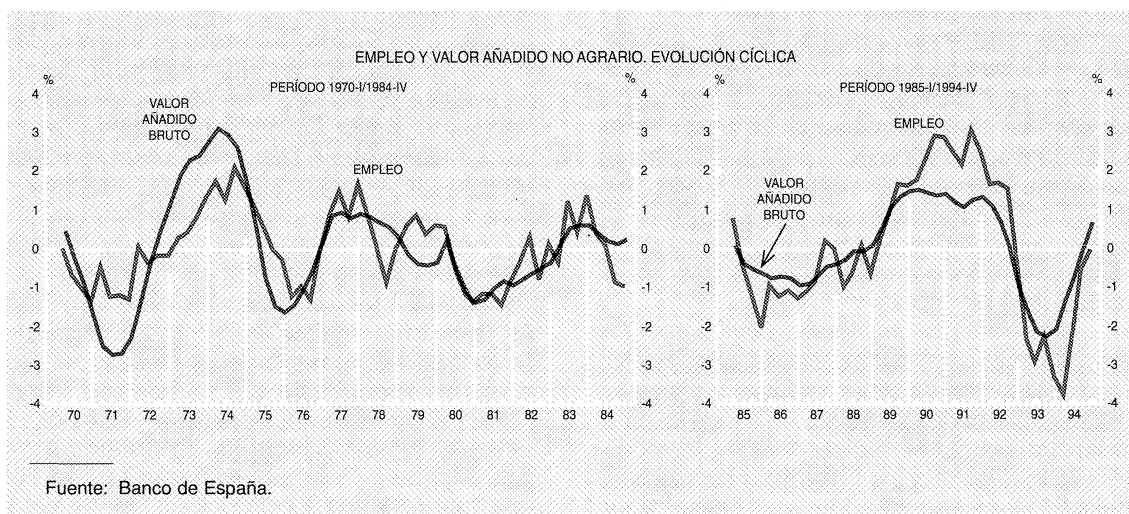
Tras la reforma del Estatuto de los Trabajadores de 1984, el mercado de trabajo español experimentó importantes transformaciones institucionales. Las mayores facilidades para efectuar contratos temporales, asociadas a un coste laboral inferior y a una normativa más flexible que en los contratos indefinidos —que mantuvieron prácticamente inalteradas las características vigentes de los años setenta—, se tradujeron en un rápido aumento del coeficiente de temporalidad, de forma que el conjunto de trabajadores asalariados con contrato temporal ha pasado a representar más de un tercio del total de asalariados en la actualidad. Para analizar las repercusiones de los cambios introducidos, en 1984, sobre la evolución cíclica del empleo, en los gráficos adjuntos se han representado las desviaciones del empleo y de la actividad en el sector privado no agrario respecto a sus tendencias a largo plazo, distinguiéndose entre el período anterior al cambio de normativa (1970:I - 1984: IV) y el posterior, que incluye 1994, año en el que entró en vigor una nueva reforma del mercado de trabajo. Dicha división parece útil, dada la intensidad de las transformaciones llevadas a cabo.

En dichos gráficos se aprecia con claridad que, tal y como predicen los modelos de demanda de empleo, la extensiva utilización de los contratos de naturaleza temporal a raíz de 1984 se tradujo en una fuerte acentuación de la respuesta cíclica del empleo. En concreto, entre 1985 y 1994, la variabilidad cíclica del empleo más que duplicó la del período 1970-1984, siendo sus fluctuaciones cíclicas de una magnitud superior a las del valor añadido real, tanto en las fases de expansión como en las de recesión, situación que contrasta con la pauta de respuesta del empleo en el período anterior, cuando tanto en las fases expansivas como en las contractivas el movimiento del empleo tendía a ser más reducido que el de la actividad.

El aumento de la variabilidad cíclica del empleo respecto al valor añadido durante la fase expansiva, tras la reforma de 1984, parece haber reducido el umbral de la tasa de crecimiento de la actividad a partir del cual comienza a generarse empleo, aumentando así los requerimientos de trabajo por unidad producida. Por su parte, en la última fase recesiva, la intensidad que llegó a alcanzar la caída del empleo temporal, si bien acentuó la respuesta del empleo respecto a la actividad, limitó la destrucción de capacidad productiva y, por lo tanto, la pérdida de potencial productivo, favoreciéndose una recuperación más rápida de la actividad.

Otro punto que interesa destacar es que, en contra de lo que cabía esperar, durante la última recesión cíclica, la respuesta del empleo en relación con la actividad, aunque más intensa, mostró un retraso similar a la de anteriores fases recesivas. Así, el tiempo medio de desfase entre los puntos de inflexión cíclica del valor añadido y el empleo mantuvo un retraso promedio de dos a tres trimestres. El hecho de que el recorte de plantillas recayera, inicialmente, sobre el colectivo de trabajadores con contratos indefinidos, debido a que cierta parte de este colectivo mantenía un nivel de productividad que no justificaba los crecimientos salariales registrados en el pasado, ayuda a explicar que el aumento de la variabilidad cíclica del empleo no se viera acompañado de un ajuste del empleo relativamente más rápido. De acuerdo con las estimaciones realizadas, la recuperación de la actividad comenzó en el último trimestre de 1993, mientras que el empleo inició la recuperación cíclica en el segundo trimestre de 1994.

Tras la nueva reforma del mercado de trabajo, en 1994, cabe esperar que se mantenga una elevada sensibilidad cíclica del empleo durante las expansiones, mientras que la respuesta de la ocupación en las recesiones vendrá estrechamente vinculada a la sensibilidad de los salarios a la situación cíclica de la economía. Cuanto menor sea la respuesta de los salarios durante las recesiones, mayor será la reacción del empleo, que, en cualquier caso, tenderá a agilizarse, dadas las mayores facilidades introducidas para efectuar ajustes de empleo fijo antes de que la empresa se encuentre en una situación crítica.



tinados al consumo colectivo, y su evolución se explica por la de la remuneración de asalariados en ese sector —que registró un ligero incremento real en 1994— y por su consumo de capital fijo, ambos analizados en el epígrafe anterior.

Finalmente, como se aprecia en el cuadro III.4, el efecto conjunto sobre el crecimiento del PIB en 1994 de los impuestos netos sobre la importación y del IVA que grava los productos, con tasas de variación real del -20,1 % y del 3,9 %, respectivamente, fue ligeramente contractivo, de forma que, frente a un crecimiento del 2,1 % del valor añadido generado por el conjunto de las ramas productivas, el PIB creció un 2 %. La contracción de los impuestos netos ligados al tráfico exterior (-8,5 %, en términos nominales) fue consecuencia de que, si bien las aduanas intracomunitarias desaparecieron en enero de 1993, hasta febrero de ese año se siguieron registrando ingresos arancelarios por operaciones con los países de la UE, que afectan a la comparación con 1994. En cuanto al IVA, su crecimiento en términos reales durante 1994 estuvo ligado al notable avance de las importaciones. Su desaceleración a lo largo del año, aun manteniendo tasas elevadas, fue debida al ritmo que alcanzaron las devoluciones de este impuesto, probablemente aceleradas por un cambio normativo introducido en el mes de septiembre.

Como se ha ido comentando en los párrafos anteriores, al hablar de las diferentes ramas productivas, en 1994 se produjo un incremento neto del empleo en los servicios destinados a la venta, que terminó extendiéndose a la industria y a la construcción, aunque en estas ramas el empleo se redujo en media anual. Para el conjunto de la economía, el año se cerró con la creación neta de 47.000 puestos de trabajo —86.000, cuando se considera exclusivamente el colectivo de trabajadores asalariados—, tras el intenso ajuste de plantillas que había tenido lugar durante la fase de recesión cíclica y que se saldó con la pérdida de un millón de puestos de trabajo. El cambio de tendencia en la evolución del empleo se inició a mediados de 1993, como se observa en el gráfico III.5, pero no se alcanzó un aumento neto del número de ocupados hasta el cuarto trimestre de 1994, cuando el crecimiento del PIB alcanzó un ritmo del 2,8 %; por ello, en términos de media anual, el empleo se redujo un 0,9 %.

La recuperación de la ocupación, aunque firme, fue relativamente lenta, a pesar de que la reforma del mercado de trabajo —llevada a cabo en dos etapas: diciembre de 1993 y junio de 1994— introdujo cambios favorables en algunas modalidades de contratación, y a pesar de la moderación que mantuvieron los crecimientos

salariales desde mediados de 1993. En efecto: tras experimentar un ajuste más intenso que la producción en la fase de recesión, el empleo siguió una pauta de recuperación similar a la del PIB, por lo que la productividad aparente del trabajo no modificó significativamente su ritmo de variación respecto al del año anterior. En este sentido, la continuidad de la moderación salarial, a lo largo de la fase ascendente del ciclo, favorecería el retorno a una senda de crecimiento del empleo por unidad producida similar a la registrada durante la fase de expansión anterior.

Aunque la reforma del mercado de trabajo, que entró en vigor en 1994, estaba encaminada a recuperar el principio de causalidad en el establecimiento de contratos temporales, a la vez que se agilizaban los mecanismos de extinción de los contratos indefinidos, en el transcurso del año la recuperación de la ocupación vino asociada, exclusivamente, al dinamismo del componente temporal, mientras se siguió perdiendo empleo fijo a un ritmo muy elevado. Así, frente a una creación neta de 200.000 puestos de trabajo de naturaleza temporal, el empleo asalariado fijo se redujo en 100.000 personas. Únicamente, en el cuarto trimestre del año se apreciaron signos de estabilización del nivel de mano de obra fija con contrato indefinido. El resultado fue un aumento significativo del coeficiente de temporalidad, que quedó situado, al finalizar el año, en el 34,5 % de la población asalariada, agravándose el dualismo del mercado de trabajo.

El Real Decreto-Ley de medidas urgentes de fomento de la ocupación del 3 de diciembre de 1993, que adelantó los cambios introducidos por la reforma laboral en materia de contrataciones, no contenía modificaciones importantes respecto a los contratos ordinarios de duración determinada [contratos de naturaleza temporal realizados al amparo de las normas ordinarias de contratación (véase cuadro III.5)]. Pese a ello, la información procedente del Ministerio de Trabajo y Seguridad Social muestra que fueron precisamente esos contratos los que crecieron con mayor intensidad en 1994, mientras que los de fomento del empleo permanecieron relativamente estancados, especialmente durante el segundo semestre del año. Dentro de los contratos ordinarios de naturaleza temporal, fueron los eventuales por necesidades de la producción y los de obra o servicio los que registraron los mayores aumentos. En cuanto a los contratos de fomento del empleo, a raíz de los cambios introducidos por la reforma (recogidos en el cuadro), se apreció un aumento importante en las modalidades de aprendizaje y a tiempo parcial, que, sin embargo, se vio compensado, en parte, por la reducción que se produjo en los contratos de fomento de carácter

Reforma de las modalidades de contratación en 1994

Miles

	Principales cambios legislativos	Número de contratos firmados		Variación
		1993	1994	
Contratos ordinarios		3120	4344	1224
Indefinidos	— Ampliación de las causas que dan lugar al despido individual y establecimiento de umbrales en los despidos colectivos	96	144	48
De duración determinada	— La necesidad de realizar este tipo de contratos se determina en los convenios colectivos. Anteriormente no había regulación	3024	4200	1176
<i>Obra o servicio determinado</i>		1428	2208	780
<i>Eventuales por circunstancia de mercado</i>		1080	1416	336
<i>Interinidad</i>		276	312	36
<i>Lanzamiento de nueva actividad y otros</i>		240	264	24
Contratos de fomento del empleo		1536	1668	132
Indefinidos	— Nuevos incentivos fiscales a la transformación en fijos de determinados colectivos temporales	48	48	0
De duración determinada		1488	1620	132
<i>En practicas</i>	— Dirigido a trabajadores titulados	60	48	-12
	— Duración: 6 meses a 2 años (antes: 3 meses a 3 años)			
	— Mayor flexibilidad en la retribución			
<i>De aprendizaje (antes: de formación)</i>	— Dirigido a trabajadores no cualificados	60	204	144
	— Edad: 16 a 25 años (antes: 16-20)			
	— Mayor flexibilidad en la retribución			
<i>Temporales</i>	— Derogados, aunque los vigentes se amplían hasta un máximo de 18 meses	540	264	-276
	— Los dirigidos a colectivos específicos (mayores de 45 años parados de larga duración) se determinan en los Presupuestos Generales de cada año			
<i>Otros</i>	— Sin cambios	192	168	-24
	— Incluyen varios colectivos, siendo los de mayor peso: Jubilación especial a los 64 años Obra o servicio (convenios del INEM)			
De tiempo parcial y relevo	— Se eliminan las restricciones a la cuantía de la reducción de jornada (antes: reducción de 1/3 o más al mes)	636	936	300

general, mientras que los contratos en prácticas mostraron una fuerte atonía.

El intenso crecimiento del empleo temporal puede, en principio, explicarse por la incertidumbre todavía vigente en los primeros estadios de la fase expansiva de la economía. No obstante, es posible que, al igual que ocurrió en la anterior fase de expansión cíclica, y pese a las medidas introducidas en la reforma, esa trayectoria tienda a consolidarse, agudizando la segmentación del mercado de trabajo. La reforma del Estatuto de los Trabajadores de 1994 abordó también, por primera vez, la problemática de las condiciones de extinción de los contratos indefinidos. Respecto al despido individual, se ampliaron las causas que dan lugar al despido objetivo, introduciendo la posibilidad de amortización de puestos de trabajo por causas económicas. Aunque la cuantía legal de las indemnizaciones no varió, ni tampoco los procedimientos legales a la hora de determinar la procedencia o improcedencia del despido, la información disponible sobre indemnizaciones por despidos individuales pactadas en las unidades de Mediación, Arbitraje y Conciliación (IMAC) revela que durante el segundo semestre del año se produjo una reducción significativa de las indemnizaciones efectivamente pagadas, incluso cuando se hace abstracción del repunte que estas mostraron en los últimos meses de 1993, como consecuencia del anuncio, luego no confirmado, de la incompatibilidad del cobro de las prestaciones por desempleo con la percepción de las indemnizaciones por despido durante el período inicial de paro.

Respecto al despido colectivo, la reforma laboral de 1994 mantuvo la autorización administrativa, pero se agilizó notablemente el plazo de tramitación, aunque paralelamente se introdujo el requerimiento de una mayor documentación para iniciar el proceso. Además, se fijaron umbrales en cuanto al número de trabajadores afectados por el despido para que este sea considerado colectivo, lo que dio lugar, según la estadística de Expedientes de Regulación de Empleo (ERE), a una caída de la proporción de despidos colectivos dentro del total. Sin embargo, no se dispone de datos sobre la cuantía de las indemnizaciones; el que estas se adapten a las legalmente establecidas sigue dependiendo, en última instancia, de la actitud de la Administración a la hora de autorizar despidos colectivos no pactados, y cabe recordar que, con anterioridad a la reforma, era bastante improbable conseguir la autorización administrativa sin el acuerdo de los trabajadores. En conjunto, las modificaciones introducidas por la reforma laboral tienden a reducir el coste de la mano de obra fija y a aumentar, en consecuencia, su potencial de crecimiento, pero aún no se ha comprobado que hayan sido suficientes para estimular, en la me-

didada necesaria, la contratación indefinida de trabajadores e impulsar, a la vez, otras modalidades de empleo.

En 1994, la creación neta de empleo alcanzó en mayor medida a las personas comprendidas dentro del grupo central de edades y con estudios medios y superiores, aunque la ocupación de los jóvenes entre 20 y 24 años recibió también un impulso importante. Esta pauta de recuperación del empleo indica que el colectivo con experiencia previa y un nivel de formación medio-alto está mejor situado para conseguir un puesto de trabajo. Por el contrario, las personas pertenecientes a los grupos extremos de edades y los varones sin estudios o con estudios primarios, que fueron los más afectados por las pérdidas de empleo durante la recesión, han tenido también mayores dificultades para reincorporarse al mercado de trabajo durante el inicio de la recuperación, convirtiéndose, muchos de ellos, en parados de larga duración. Este grupo de parados constituye el 56 % del paro total, que, en el cuarto trimestre de 1994, quedó situado en el 23,9 % de la población activa, tasa similar a la prevaleciente un año antes. De hecho, mientras que la tasa de paro de corta duración inició una tendencia a la reducción, el paro de larga duración, excluidos los jóvenes de 16 a 24 años, siguió aumentando rápidamente, hasta llegar a representar el 7 % de la población activa.

III.3. PRECIOS

En los epígrafes anteriores se ha descrito con detalle la evolución de la demanda y de la actividad en la economía española durante 1994, así como el proceso de creación de empleo. La presión ejercida por la demanda, tanto interior como exterior, esta última en mayor medida, se intensificó notablemente en relación con 1993, aunque sin alcanzar cotas propias de una fase plenamente expansiva; por su parte, la actividad y el empleo determinaron una tasa de aumento de la productividad todavía importante, especialmente en la industria. Ambos factores constituyen el punto de partida para el análisis de la formación de costes y precios, proceso en el que tienen una importancia directa, además de la presión de la demanda y de la evolución de la productividad, el crecimiento salarial, el grado de competencia en los mercados de productos y factores, los precios de los productos importados y las decisiones del sector público en cuanto a impuestos y cotizaciones.

III.3.1. Los costes y la formación de precios

En el cuadro III.6 se sintetiza la contribución de los costes interiores (a través del PIB) y de

Migraciones regionales y mercado de trabajo

Durante los años ochenta, se produjo un cambio notable en el sentido de los movimientos migratorios en España. Como puede observarse en el cuadro adjunto, las regiones menos desarrolladas económicamente, que tradicionalmente habían registrado flujos de emigración neta (Andalucía, Castilla-León, Castilla-La Mancha y Extremadura), se convirtieron en regiones de inmigración neta, y lo contrario ocurrió en las regiones más desarrolladas (como Cataluña, la Comunidad Valenciana, Madrid y el País Vasco). Al analizar las variables que influyen en la decisión de emigrar, uno de los resultados más llamativos se refiere a la incidencia de la situación laboral del individuo en su decisión de migración. En primer lugar, el ser un desempleado inscrito en el INEM (y, por consiguiente, susceptible de cobrar algún tipo de prestación por desempleo) reduce significativamente la probabilidad de emigrar. En concreto, la probabilidad de emigrar para un desempleado no inscrito, que con seguridad no cobra ningún tipo de subsidio, es superior en más de cuatro veces a la de un desempleado inscrito, que en muchos casos cobrará subsidio. Es fácil deducir que la percepción de subsidio puede reducir los incentivos para cambiar de región en busca de un puesto de trabajo. En relación con los empleados, la situación es la siguiente: para individuos de las mismas características, la frecuencia relativa de migración de los parados inscritos es más baja que la de los empleados, que, a su vez, es más baja que la de los parados no inscritos.

En segundo lugar, y adicionalmente al efecto anterior, obtenemos que un desempleo alto en la región de residencia (medido como diferencia con la media nacional) solo altera la frecuencia de emigración en el caso de los desempleados no inscritos. Sin embargo, este aliciente a emigrar desaparece si el individuo está inscrito. Concretamente, la probabilidad de emigrar de una región como Andalucía para un desempleado no inscrito es diecisiete veces mayor que la de uno que sí lo está.

En conclusión, nuestros resultados muestran que el estar desempleado o el vivir en una región con desempleo alto ya no provoca movimientos migratorios sustanciales hacia las regiones más favorecidas. Un elevado desempleo en la región de residencia solo aumenta la probabilidad de emigrar del individuo si este es un desempleado no inscrito. Estos resultados contribuyen a explicar por qué individuos en regiones con mayor tasa de paro, como Andalucía o Extremadura, no emigran a regiones más prósperas, como acostumbraban a hacer en los sesenta y hasta mediados de los setenta. A este respecto, señalemos que de los 3.698.400 parados estimados en el cuarto trimestre de 1994, solo 1.041.600 estaban dispuestos a aceptar un empleo que implicase cambio de municipio, según resultados de la Encuesta de Población Activa.

Como puede comprobarse en el cuadro, el número de emigrantes entre Comunidades es muy reducido. Según nuestros resultados, los pocos individuos que emigran lo hacen desde las regiones donde los precios de la vivienda y los salarios son superiores a la media nacional, y, por lo tanto, emigran probablemente en busca de vivienda más asequible, mejor calidad de vida y promoción profesional. Estas migraciones no parecen ser migraciones de retorno ni simples cambios de residencia a provincias limítrofes.

Emigrantes e inmigrantes entre las Comunidades Autónomas y tasas de desempleo (1987-1991)

	Muestra de hombres activos		Tasas de desempleo
	Emigrantes	Inmigrantes	
Andalucía	11,60	18,07	27,8
Aragón	3,61	4,07	12
Asturias	2,56	2,41	18,4
Baleares	6,93	3,31	11,2
Canarias	3,77	4,52	22,6
Cantabria	0,45	2,86	18,4
Castilla-La Mancha	4,07	10,54	14,2
Castilla-León	9,04	12,50	16,5
Cataluña	11,90	5,12	16,2
Comunidad Valenciana	6,02	5,12	16,2
Extremadura	2,86	8,89	25,7
Galicia	4,37	6,33	12,2
Madrid	20,03	2,71	14,4
Murcia	2,41	3,16	16,9
Navarra	1,96	3,16	13,4
País Vasco	7,53	4,52	20,4
La Rioja	0,90	2,71	11,2
	100	100	

PRO MEMORIA:

Número de migrantes activos (hombres y mujeres) entre Comunidades (promedio anual 1987-1991)	41.900
Población activa total (promedio anual 1987-1991)	9.677.120

Fuente: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

Composición de los deflatores del producto interior bruto (PIB) y de la demanda final (DF)

	Ponderaciones				Tasas de variación				Aportaciones al crecimiento			
	1991	1992	1993	1994	1991	1992	1993	1994	1991	1992	1993	1994
Coste laboral unitario	58,2	58,0	58,0	57,6	6,7	6,7	3,7	1,4	3,9	3,9	2,2	0,8
Remuneración por empleado	—	—	—	—	8,4	8,7	6,8	4,4	—	—	—	—
Producto por empleado	—	—	—	—	1,6	1,9	3,0	2,9	—	—	—	—
PIB real	—	—	—	—	2,2	0,7	-1,1	2,0	—	—	—	—
Empleo total	—	—	—	—	0,6	-1,2	-4,0	-0,9	—	—	—	—
Impuestos indirectos netos	8,1	8,1	8,6	7,4	6,2	14,2	-10,8	10,7	0,5	1,2	-0,9	0,8
Excedente bruto de explotación	33,7	33,9	33,4	35,0	7,9	5,0	9,5	7,2	2,7	1,7	3,2	2,5
Deflactor del PIB	100,0	100,0	100,0	100,0	7,1	6,7	4,4	4,1	7,1	6,7	4,4	4,1
Costes interiores	83,0	83,1	83,0	83,3	5,7	5,4	5,3	2,2	4,7	4,4	4,4	1,8
PIB por unidad de DF	—	—	—	—	-1,3	-1,3	0,9	-1,9	-1,1	-1,1	0,8	-1,6
Deflactor del PIB	—	—	—	—	7,1	6,7	4,4	4,1	5,9	5,6	3,6	3,4
Costes de importación	17,0	16,9	17,0	16,7	4,9	6,1	3,2	13,4	0,8	1,0	0,5	2,2
Importaciones por unidad de DF	—	—	—	—	5,2	4,8	-3,2	6,8	0,9	0,8	-0,5	1,1
Deflactor de las importaciones	—	—	—	—	-0,3	1,3	6,6	6,3	-0,1	0,2	1,1	1,0
Deflactor de la demanda final	100,0	100,0	100,0	100,0	5,5	5,5	5,0	4,1	5,5	5,5	5,0	4,1

Fuentes: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

los costes exteriores (a través de las importaciones) a la formación de los precios finales de la economía. Entre los primeros, en 1994, destacó la desaceleración de los costes laborales unitarios, así como el crecimiento del excedente por unidad de producto, que determinó una ampliación de márgenes en el conjunto de la economía.

Tras un dilatado período de fuerte crecimiento salarial, en el transcurso de 1993 aparecieron los primeros síntomas de moderación de los salarios, al producirse una significativa desaceleración de los incrementos pactados en convenios de nueva firma. Esta tendencia se extendió a todos los convenios a lo largo de 1994, cerrándose así un período caracterizado por una elevada inercia salarial. Esta inercia fue el resultado conjunto de la indiciación de los salarios respecto al IPC y de la facilidad con que los sectores menos competitivos y más protegidos trasladaban esos incrementos de costes laborales a precios finales, en tanto que los sectores más expuestos a la competencia debían aceptar el encarecimiento relativo de sus costes, sin poder repercutirlo en precios. Tras la incorporación de España a la Comunidad, la asimetría con la que se transmitían a precios los aumentos de costes laborales se intensificó, penalizando en mayor medida a las empresas más expuestas a la competencia. Solo después de que el consumo privado se debilitara, a finales de 1992, y sufriera una importante caída, en 1993, se han extendido a los sectores protegi-

dos las limitaciones para transmitir a precios los aumentos de costes, en tanto que la depreciación de la peseta ha reducido la presión sobre los sectores abiertos a la competencia.

En 1994, el crecimiento de las tarifas salariales se cifró en el 3,5 %, 2,3 puntos porcentuales inferior al del año anterior. La mayor moderación salarial volvió a corresponder a los convenios de nueva firma (3,1 %), mientras que las tarifas pactadas en los convenios revisados se situaron en el 4,1 %. Aunque la intensidad de los recortes de plantilla, que alcanzaron especial magnitud en 1993, desempeñó un papel fundamental en la consecución de la moderación salarial, es posible que la reforma laboral haya tendido a reforzar dicha tendencia. De hecho, con anterioridad a su entrada en vigor, en junio de 1994, se produjo una cierta parálisis en la marcha de la negociación colectiva, y fue en la segunda mitad del año, al firmarse el grueso de los convenios nuevos, cuando la desaceleración de las tarifas salariales tomó mayor impulso.

Dado que el crecimiento interanual del IPC en diciembre de 1994 superó en 0,8 puntos porcentuales al de las tarifas salariales, las cláusulas de revisión previamente pactadas se hicieron efectivas en un elevado número de convenios. En torno al 60 % de los trabajadores sometidos a convenio en 1994 incorporaron cláusulas de revisión que, por término medio, fijaban el umbral de aplicación en una tasa de inflación

del 3,8 %. Los datos proporcionados por el Ministerio de Trabajo y Seguridad Social sitúan el impacto de la incorporación de las cláusulas de revisión en tres décimas de punto, de forma que el crecimiento de los salarios pactados en convenio en 1994 ha sido, finalmente, del 3,8 %, inferior en 0,9 puntos porcentuales al incremento medio del IPC en ese año, mientras que, en años anteriores, las tarifas pactadas se situaban entre uno y dos puntos porcentuales por encima. Es evidente, por tanto, que en 1994 se produjo un cambio de comportamiento importante en la fijación de los crecimientos salariales. Sin embargo, la generalidad con que se aplican las cláusulas de revisión salarial, aspecto que no experimentó ningún cambio tras la reforma del mercado de trabajo, muestra que los mecanismos de indicación todavía están vigentes, de forma que, aunque los aumentos transitorios —y esperados— de la tasa de inflación no se incorporen totalmente a los salarios al principio del año, pueden terminar por transmitirse a través de las cláusulas de revisión, convirtiéndose en permanentes y dificultando el ajuste rápido de los salarios reales a la fase cíclica de la economía.

Los resultados de 1994 no permiten valorar los efectos de la reforma del mercado de trabajo en materia de negociación colectiva, puesto que estos aspectos entraron en vigor en el mes de junio, una vez que el proceso de negociación ya estaba iniciado. Quizás por ello, únicamente se ha detectado alguna incidencia en los convenios de empresa, especialmente en materia de dotar de mayor flexibilidad a la jornada de trabajo, de ofrecer fórmulas para sustituir el concepto salarial de antigüedad por promociones económicas basadas en la productividad, y de incluir procedimientos arbitrales para la resolución de los conflictos. Por el contrario, en 1994 continuó apreciándose una elevada resistencia a limitar la hiperactividad de los convenios, de forma que, en general, se tendió a prorrogar su contenido normativo, salvo en temas referidos a salarios y jornada.

Tampoco se detectó un uso generalizado de las cláusulas de desenganche de los convenios de sector por parte de las empresas, al no producirse un aumento significativo del número de convenios de empresa respecto al total. En concreto, el número de trabajadores afectados por convenios de empresa representó el 13,3 % del total en 1994, solo ligeramente superior al prevaleciente un año antes (12,3 %). La escasa aplicación de las cláusulas de descuelgue, junto con el hecho de que los salarios pactados en los convenios de empresa (3,4 %) fueron prácticamente similares a los de los convenios de ámbito superior (3,5 %), permite explicar la reducida dispersión de las tarifas sala-

riales por ramas de actividad que siguió predominando en 1994, como aparece representado en el gráfico III.5.

Las ganancias medias por persona, que incorporan los deslizamientos salariales, aumentaron un 4,6 % en el último trimestre de 1994, en relación con el mismo período del año anterior, según la Encuesta de Salarios, y un 4,9 %, en términos de media anual, en concepto de pagos ordinarios. En términos de pagos totales, que incluyen, además de los pagos ordinarios, los atrasados —por desfase de convenio— y los extraordinarios —pagos de vencimiento superior al mes y no prorrateados—, el incremento se situó en el 4,7 %. Cabe mencionar que los pagos atrasados derivados de la aplicación de las cláusulas de revisión de los convenios de 1994 aparecerán recogidos en el primer trimestre de 1995, en el concepto de pagos totales. El coste laboral por persona, medido en el cuadro III.6 a través de la remuneración por empleado, incluye, además de las ganancias, las cotizaciones sociales a cargo de los empleadores. Dentro de estas, las cotizaciones reales tendieron a desacelerarse respecto al año anterior, puesto que la única modificación normativa que hubo en 1994 —un incremento del tipo de cotización por desempleo— afectó solamente a las cotizaciones pagadas por los trabajadores. Por su parte, las cotizaciones sociales ficticias, que incluyen el pago en concepto de indemnizaciones, disminuyeron en relación con 1993, año en el que fueron muy elevadas, por el alto número de despidos. En conjunto, la remuneración por empleado en el agregado de la economía, que incorpora, además de los asalariados del sector empresarial, los trabajadores no asalariados y de las Administraciones Públicas, creció a una tasa del 3,5 %, netamente inferior a la registrada el año anterior (6,6 %).

Los costes laborales unitarios, que ya en 1993 se habían desacelerado fuertemente a causa del avance en el ritmo de crecimiento de la productividad aparente del trabajo, mantuvieron la trayectoria de progresiva moderación en 1994, aunque en esta ocasión fruto de la desaceleración de los costes laborales nominales, mientras que la productividad aparente del trabajo no experimentó cambios apreciables en su evolución. El crecimiento de los costes laborales unitarios se situó en el 1,4 %, dos puntos porcentuales menos que el año anterior; aunque este recorte es significativo, cabe subrayar que no fue suficiente para evitar un nuevo deterioro de la competitividad exterior, medida por los costes laborales. Así, en el conjunto de los países de la UE, los costes unitarios del trabajo solo se incrementaron un 0,2 %. Este resultado alerta sobre la necesidad de mantener, incluso de intensificar, la evolución moderada de los

salarios, de forma que se puedan compatibilizar las necesidades de creación de empleo en España, que pueden llevar a avances en la productividad del trabajo menores que en otros países (en 1994 la productividad aumentó un 2,9 % en España y un 3,2 % en la UE), con el mantenimiento de su posición competitiva, en términos de costes.

La aportación de los impuestos indirectos netos de subvenciones al deflactor del PIB en 1994 fue significativamente distinta de la que tuvo en 1993. En este último año, los impuestos indirectos netos por unidad de producto se redujeron sustancialmente (-10,8 %), debido a la intensidad de la recesión vivida en ese año y a la desaparición de las aduanas intracomunitarias, que determinó un brusco descenso de la recaudación por importaciones, tanto en relación con el IVA (por cuestiones de calendario y, posiblemente, por menor control fiscal) como en relación con los aranceles (que desaparecieron en los intercambios con la UE). En 1994, este último factor todavía afectó, como ya se ha mencionado, a los ingresos por tarifas arancelarias. Por el contrario, el IVA y los restantes impuestos sobre la producción crecieron significativamente, debido a los efectos de la recuperación y, en el caso de los impuestos especiales, debido también a las subidas impositivas que tuvieron lugar en agosto de 1993 (hidrocarburos) y en enero de 1994 (cerveza, bebidas alcohólicas y tabaco).

El excedente bruto por unidad de producto, un componente del deflactor del PIB que no se estima directamente, sino como residuo, volvió a registrar un avance importante en 1994. En 1993, su expansión fue muy significativa, ya que la desaceleración de los costes laborales y el descenso de los impuestos por unidad de producto no se trasladaron plenamente a los precios. En 1994, a pesar de que el excedente unitario creció algo menos que el año anterior, se estima que en el conjunto de la economía volvió a registrarse una sustancial ampliación de márgenes de explotación, ampliación que es coherente con los resultados de la CBT para ese año. Esta fuente de información señala, además, que en 1994 se produjo una reducción importante de los costes financieros de las empresas, como consecuencia de la evolución de los tipos de interés, por lo que la ampliación del margen de explotación se trasladó a un mayor beneficio en el sector empresarial. En definitiva, la recuperación de la demanda, y en particular de la demanda exterior, permitió que, en 1994, parte del menor crecimiento de los costes laborales fuera absorbido por los márgenes de explotación, de forma que, frente a una caída de más de dos puntos en costes unitarios de trabajo, el deflactor del PIB solo se desaceleró en tres décimas.

Si los precios interiores, representados por el deflactor del PIB, no tuvieron una influencia sustancialmente moderadora sobre los precios finales en 1994, los precios de los recursos procedentes del exterior no registraron un comportamiento más favorable: las importaciones se encarecieron un 6,3 % durante el año pasado, según su deflactor, frente al 6,6 % en 1993. Los efectos retrasados de las devaluaciones de la peseta, en 1992/1993, y, sobre todo, las subidas en los precios de los productos primarios y semimanufacturados en los mercados exteriores (con un aumento del índice de valor unitario de importación de estos productos del 8,1 %) determinaron el nuevo aumento de los precios de importación. Sin embargo, aunque ni la evolución de los precios interiores ni la de los precios de importación justificaban una desaceleración significativa de los precios finales en 1994, el deflactor de la demanda final moderó su crecimiento en casi un punto porcentual —del 5 % en 1993 al 4,1 % en 1994—, gracias al efecto composición originado por la pérdida de peso del producto interior en la satisfacción de la demanda final real y el aumento proporcional de la participación de las importaciones, como se aprecia en cuadro III.6 (1).

Antes de analizar cómo se ha distribuido esta desaceleración de los precios finales entre los distintos componentes del gasto, análisis que se realiza en el último epígrafe de este capítulo, en el siguiente apartado se mira con más detalle a la formación de precios en las distintas ramas productivas.

III.3.2. La formación de precios en las ramas productivas

El INE no ha realizado todavía las estimaciones sobre la distribución del valor añadido desde la óptica de las rentas a nivel de las ramas productivas (únicamente se dispone de la cuenta de explotación para el conjunto de la economía), por lo que el análisis de este apartado solo utiliza datos de la Contabilidad Nacional por ramas referidos a los deflactores y al valor añadido, en tanto que la evolución de los costes laborales se aproxima a partir de indicadores salariales y de empleo, pero no de cifras de las cuentas nacionales; los precios de producción por ramas también se analizan por medio de indicadores que se comparan con los correspondientes deflactores. En el

(1) Se trata de un efecto puramente contable. Debe tenerse en cuenta que el nivel del índice de precios de las importaciones, medido por el deflactor de la Contabilidad Nacional (base 1986=100), es mucho menor que el de la producción interior, al haberse incrementado a tasas muy inferiores a los de esta última hasta 1993.

Indicadores de costes y precios en las ramas productivas

	1990	1991	1992	1993	1994	1993 (a)				1994 (a)			
						I TR	II TR	III TR	IV TR	I TR	II TR	III TR	IV TR
AGRICULTURA:													
Deflactor VAB	3,4	-2,1	-7,7	3,3	10,8	-2,2	2,0	5,3	8,3	10,9	11,8	11,5	9,1
Precios percibidos por los agricultores	1,0	-0,8	-5,7	4,8	12,0	-6,0	2,2	6,9	16,0	13,1	13,1	14,0	7,8
Salario agrario	11,5	9,2	9,8	5,5	6,2	6,4	5,7	3,9	5,9	5,4	6,4	6,1	6,8
Coste salarial unitario (b)	1,4	1,4	5,1	0,1	6,2	-0,9	0,4	-1,0	1,8	7,0	6,5	6,1	5,2
INDUSTRIA:													
Deflactor	4,4	5,2	2,4	3,0	3,3	2,4	2,8	3,0	4,0	3,0	3,2	3,6	3,3
IPRI	2,2	1,5	1,4	2,4	4,3	1,6	1,8	2,8	3,2	3,9	4,2	4,0	4,9
Salarios	8,4	8,9	8,0	6,5	4,7	7,8	5,3	6,6	6,3	5,5	5,2	3,8	4,5
Coste salarial unitario (b)	9,2	4,7	6,6	-0,8	-1,4	1,3	-2,0	-0,7	-1,6	-0,6	-1,6	-2,9	-0,5
CONSTRUCCIÓN:													
Deflactor	10,2	8,4	4,4	3,5	2,9	5,2	4,5	2,8	1,6	1,5	2,4	4,0	3,6
Salarios	10,5	8,8	7,1	6,7	4,6	6,2	7,7	7,2	5,8	4,1	4,8	4,8	4,9
Coste salarial unitario (b)	7,9	10,1	5,4	2,6	1,0	4,3	3,4	3,6	-0,5	-4,2	1,5	1,0	5,0
SERVICIOS DESTINADOS A LA VENTA:													
Deflactor	9,4	8,8	8,9	6,9	3,9	8,5	7,6	6,5	5,0	4,4	3,7	3,6	3,9
IPC Servicios	8,5	8,7	8,8	7,5	5,4	7,4	7,9	7,7	6,9	6,1	5,1	5,1	5,2
Salarios	8,5	6,7	7,0	6,1	4,1	6,7	7,5	5,5	5,0	5,2	3,3	4,0	4,1
Coste salarial unitario (b)	9,2	6,7	3,7	3,8	2,7	4,2	5,0	3,1	3,0	2,7	1,9	2,9	3,1

Fuentes: Instituto Nacional de Estadística, Ministerio de Agricultura, Pesca y Alimentación, y Banco de España.

(a) Tasas interanuales de variación.

(b) Definido como ganancia por persona y mes en concepto de pagos totales, dividida por la productividad.

cuadro III.7 se recogen los principales indicadores utilizados.

En el gráfico III.6 se han incluido los principales elementos explicativos de la evolución de los precios agrarios desde 1988. La aceleración en los precios de producción de productos agrícolas, medidos por el índice de precios percibidos por los agricultores, que se inició a principios de 1993 y se mantuvo en 1994, respondió a diversos factores, siendo los principales el comportamiento de la oferta y las directrices sobre intervención de precios determinadas por la Política Agrícola Común (PAC).

Como se observa en el gráfico III.6, hasta 1990, el perfil de crecimiento de los precios agrícolas estuvo estrechamente ligado a la evolución de los costes del factor trabajo por unidad de producto. Por su parte, los costes unitarios de los medios de producción intermedios han mostrado, en medias anuales, un perfil de crecimiento similar al de los costes laborales. Unos y otros están dominados por las variaciones de la productividad aparente del trabajo, que, a su vez, depende de las variaciones del producto —particularmente amplias en esta ra-

ma productiva—, en tanto que el empleo está siguiendo un proceso de descenso tendencial. Los costes unitarios se han beneficiado, por tanto, de las notables ganancias de productividad que caracterizan al sector agrario, donde el ritmo medio de reducción del empleo en los últimos años ha estado cercano al 5 % anual, presentando, sin embargo, fuertes oscilaciones de un año a otro, según los resultados de las cosechas. En 1994, la destrucción de empleo en la agricultura se mantuvo en torno a esa tasa media, pero la contracción del producto obtenido en esta actividad, debida a la adversidad de las condiciones climáticas, dio lugar a una desaceleración de la productividad, con el consiguiente aumento del ritmo de crecimiento de los costes laborales unitarios.

En los últimos cuatro años, el vínculo entre precios percibidos y costes de producción se ha debilitado, aumentando la importancia relativa de los mecanismos de intervención en la fijación de precios. De hecho, el crecimiento acelerado de los precios percibidos, ocurrido en 1993, se explica, en parte, por la incorporación plena de la agricultura española a la PAC, que supuso un aumento generalizado de los precios

GRÁFICO III.6

Crecimiento real, salarios y precios en la agricultura



institucionales en este sector. Este aumento se vio magnificado por la depreciación de la peseta, que llevó a sucesivas revisiones al alza del tipo de cambio frente al ecu verde, que es el utilizado para la conversión de los precios institucionales de la PAC, fijados en ecus.

En 1994, la PAC tuvo una menor incidencia sobre los precios agrícolas, ya que sus efectos se vieron superados por los derivados de la sequía y la consiguiente escasez de oferta de muchos productos, que determinaron un intenso crecimiento de los precios percibidos por los

agricultores. Además, los precios de intervención —que no fueron efectivos, al situarse continuamente por debajo de los precios de mercado— no se incrementaron a lo largo del año (aunque sí en media anual), en primer lugar, porque se mantuvo la estrategia, incorporada con la reforma de la PAC de 1993, de reducir los precios institucionales expresados en ecus, y, en segundo lugar, porque el tipo de conversión del ecu verde estuvo estabilizado a lo largo de todo el año. Con el fin de frenar el encarecimiento de los productos en origen, en el mercado interior, la actuación del SENPA a lo largo del año se caracterizó, en general, por la puesta a la venta de sus existencias, liquidando incluso las que poseía de algunos productos, como sucedió con el aceite de oliva. Finalmente, el fuerte aumento de los precios agrícolas debió llevar, aunque en una medida difícil de cuantificar, a un aumento de los márgenes de explotación en esta rama productiva.

La evolución de los precios agrícolas entronca con el proceso de formación de precios en la industria alimentaria. Como se refleja en el gráfico III.6, los precios al por mayor de los productos alimenticios presentan una tendencia similar a la de los precios percibidos, lo que refleja la estructura productiva de esta rama de actividad, en que más del 60 % de los consumos intermedios proceden de la agricultura; en particular, los fuertes crecimientos registrados en los precios percibidos en 1993 se transmitieron a los precios de producción. Sin embargo, estos precios registraron una continua desaceleración a lo largo del año 1994, que solo en el último trimestre reflejaría la desaceleración en el coste de los *inputs* agrarios.

En cuanto a la formación de precios en el conjunto de actividades industriales, cabe señalar que el reducido grado de utilización de la capacidad productiva, al comienzo de la recuperación, ha permitido que esta se iniciase sin graves tensiones inflacionistas; de hecho, el deflactor del valor añadido bruto en la industria creció un 3,3 % en 1994, algo menos que el año anterior. Sin embargo, el aumento de los precios internacionales de las materias primas determinó un encarecimiento de los consumos intermedios importados, muchos de los cuales se utilizan con mayor intensidad en aquellas ramas productivas, como la siderurgia y los productos metálicos, cuyos productos sirven, a su vez, de *inputs* en las industrias con mayor presión de la demanda. Por ello, el índice de precios industriales reflejó a lo largo del pasado año una significativa aceleración, alcanzando un crecimiento medio anual del 4,3 % y un aumento interanual del 5,3 % en diciembre.

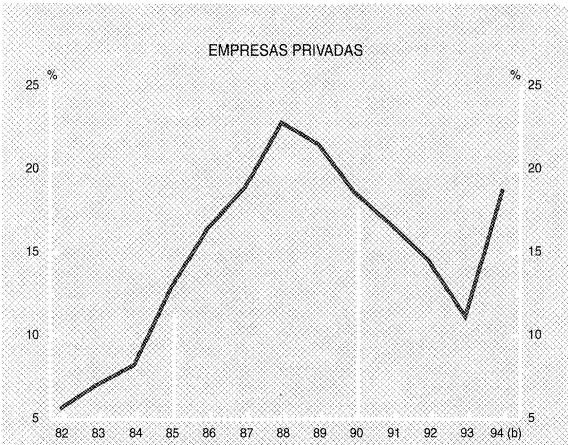
Los resultados de las empresas de la CBT en 1994

En contraste con la información proporcionada por la Contabilidad Nacional, donde el excedente empresarial se estima como residuo, la CBT permite analizar de una forma directa esta magnitud. Esta información ha de tomarse, sin embargo, con las debidas cautelas, ya que la representatividad de la muestra es bastante reducida en determinadas ramas de actividad (véase cuadro). A lo largo de 1994, las empresas privadas experimentaron una importante recuperación de sus excedentes empresariales. En el gráfico adjunto se aprecia que, en porcentaje del VABcf, su nivel, neto de carga financiera, se situó en 1994 en torno al 20 %. La rapidez con la que se llevó a cabo la recuperación de los márgenes permitió absorber, en un solo año, gran parte del recorte al que dichas empresas hicieron frente durante la pasada recesión. La mejora de los resultados en 1994 ha sido generalizada, extendiéndose a las empresas grandes y medianas (1), y a la mayoría de las ramas de actividad, especialmente a las pertenecientes al agregado de manufacturas, que son las que habían registrado un deterioro más intenso durante la pasada recesión. La amplitud de la recuperación se pone de manifiesto al analizar los datos individuales: el 70 % de las empresas de la muestra registraron una mejora de sus resultados. Entre estas, el 45 % tuvo pérdidas en 1993, y solo un 16 % mantuvo dicha situación en 1994.

Entre las empresas privadas, fueron las medianas las que experimentaron un comportamiento más favorable en 1994, mientras que las de gran tamaño, aunque también mejoraron, lo hicieron a un ritmo más lento. Las grandes empresas, sin embargo, se beneficiaron en mayor medida del recorte de los tipos de interés a lo largo de 1993, lo que permitió reducir, en cinco puntos porcentuales, el coste de su carga financiera en relación con el valor añadido. Así, los resultados de las empresas grandes, después de descontar la carga financiera, fueron similares a los de las empresas medianas. Las empresas públicas, en su mayoría de gran tamaño, se vieron notablemente favorecidas por la menor carga financiera.

Los peores resultados relativos obtenidos por las empresas grandes son, en buena medida, un reflejo del tipo de actividad productiva donde estas empresas son predominantes (así, las eléctricas, que en 1994 mantuvieron unos niveles de actividad similares a los del año anterior y unos costes de producción ligeramente superiores). En cuanto a las ramas donde coexisten en número significativo empresas de distintos tamaños, es de destacar la evolución negativa de los resultados de las empresas grandes del comercio, mientras que las medianas presentan evoluciones muy positivas. El buen comportamiento de las empresas medianas de intermediación se explica por los resultados de las empresas dedicadas a la venta de *inputs* para la industria, mientras que los peores resultados de las empresas grandes, coherentes con la estadística de ventas en grandes almacenes, serían reflejo de la debilidad del consumo de las familias a lo largo de 1994. Por último, a nivel de ramas de actividad, se detecta que los mayores crecimientos de los márgenes se concentraron en las empresas privadas industriales, especialmente en las ramas química, material de transporte y actividades conexas; en estas últimas, el impulso de la demanda vino asociado a la demanda de *inputs* intermedios y a los efectos del Plan Renove, y posibilitó un aumento extraordinario de los márgenes empresariales.

Resultado económico neto de carga financiera (a)



Fuente: Central de Balances del Banco de España.

(a) En porcentaje del VABcf.

(b) Dato provisional.

(1) La CBT no dispone de información sobre las empresas pequeñas.

	Tasas de crecimiento 1994-1993			% sobre VABcf 1994	
	REB	REN	CF	REB	REN
Empresas privadas	12,7	19,9	-23,3	50,0	31,6
POR RAMAS:					
Total manufacturas (18,0)	46,3	109,3	-47,9	39,1	22,4
Eléctricas (99,5)	1,2	1,5	-16,2	76,2	50,0
Comercio (6,4)	-5,7	-10,9	-64,6	23,5	11,6
Transporte (45,0)	9,7	11,2	0,9	72,0	65,7
POR TAMAÑOS:					
Medianas	31,0	60,4	-2,0	39,9	24,7
Grandes	10,2	15,1	-24,7	52,3	33,2
Empresas Públicas	12,6	16,6	-20,6	50,5	22,9

Fuente: Banco de España.

REB: Resultado Económico Bruto de Explotación.

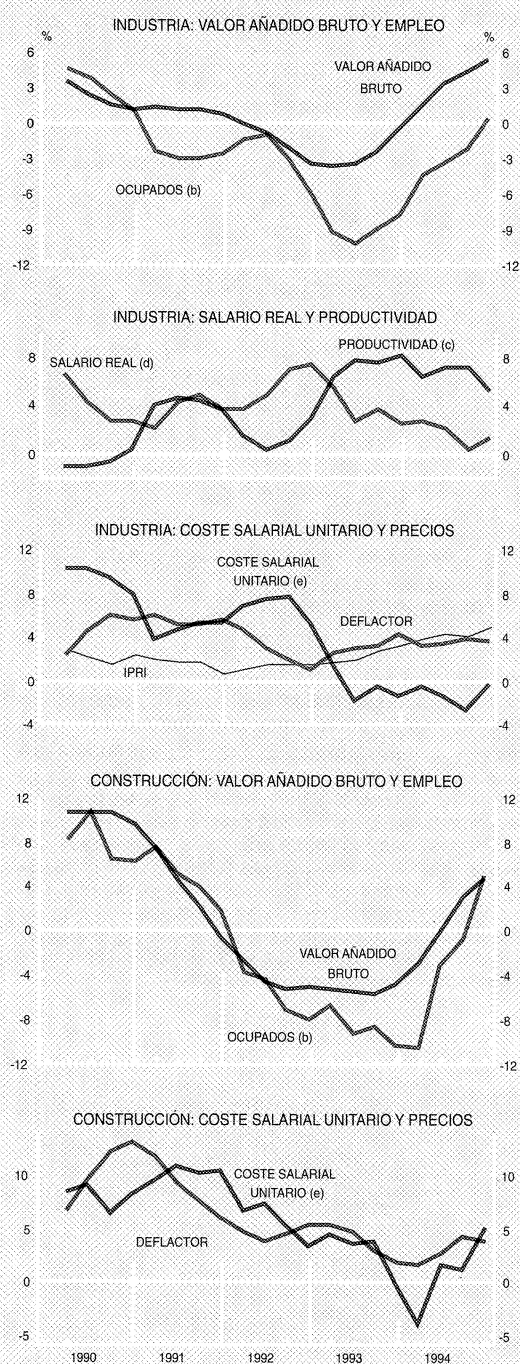
REN: Resultado Económico Neto de Explotación = REB - Amortizaciones y Provisiones de Explotación.

CF: Carga financiera neta.

Las cifras entre paréntesis reflejan la cobertura de la CBT respecto a la Contabilidad Nacional: Porcentaje cubierto por la CBT respecto al valor añadido bruto que la Contabilidad Nacional estima para cada rama.

GRÁFICO III.7

Crecimiento real, ocupados, salarios y precios en la industria y la construcción (a)



Fuentes: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

- (a) Tasas interanuales de variación.
- (b) Encuesta de Población Activa.
- (c) Definida como el valor añadido bruto dividido por el número de ocupados.
- (d) Definido como ganancia por persona y mes en concepto de pagos totales, dividida por el deflactor correspondiente.
- (e) Definido como ganancia por persona y mes en concepto de pagos totales, dividida por la productividad.

La productividad aparente del trabajo en la industria volvió a registrar un nuevo impulso en 1994, dado que el mayor ritmo de crecimiento del valor añadido no se tradujo en un aumento del empleo, en media anual. A su vez, el comportamiento de los salarios en el sector mostró una creciente moderación, que se fue manifestando en los incrementos salariales pactados en convenio a lo largo del año y que se extendió a las diferentes ramas industriales, si bien el grado de dispersión entre los incrementos salariales registrados en la industria fue más elevado que en el pasado: en algunos casos, como en los de la madera, el corcho y otras manufacturas o la industria del textil, el salario por persona sufrió incrementos muy bajos (1,7 % y 2,6 %, respectivamente), mientras que en el sector productor de maquinaria agrícola e industrial los salarios se elevaron hasta el 7,6 %. La ganancia ordinaria media por trabajador registró un aumento del 4,8 %, frente al 6,7 % alcanzado en 1993. Como resultado de la evolución conjunta de la productividad aparente del trabajo y de los salarios, los costes salariales unitarios en la industria volvieron a experimentar un notable descenso en 1994 (véase gráfico III.7). A esta favorable evolución habría que añadir el hecho de que, durante el pasado año, el proceso de reestructuración de plantillas se atenuó considerablemente, con la consiguiente reducción de los pagos por indemnizaciones y bajas incentivadas, lo que introdujo un abaratamiento adicional de los costes unitarios del trabajo.

Cuando se compara la evolución de las ganancias por trabajador en la industria con la relativa estabilidad del deflactor del valor añadido, se observa que los salarios reales en términos del producto, tras experimentar un elevado crecimiento en 1992, mostraron una desaceleración gradual, hasta alcanzar un incremento en torno al 1,5 % en 1994. Por el contrario, a lo largo de los dos últimos años, la productividad aparente del trabajo registró un notable aumento, con tasas del 7,4 % en 1993 y del 6,4 % en 1994, estableciéndose un proceso de recuperación de márgenes empresariales en la industria —definidos como diferencia entre productividad y salario real, o, alternativamente, entre coste salarial unitario y deflactor—, tras varios años de fuerte compresión (véase gráfico III.7).

La recuperación de los márgenes de explotación de las empresas industriales en 1994 debió de ser especialmente marcada en aquellas con mayor orientación exportadora, dado el aumento de los precios de exportación. Cuando se analiza la evolución de los precios por ramas de actividad, se aprecia que, aunque el movimiento alcista fue generalizado, con la ex-

cepción de la rama energética, hubo diferencias importantes entre industrias. Los mayores incrementos de precios se registraron en las industrias químicas, de papel y, sobre todo, en las industrias alimenticias y en las empresas siderometalúrgicas, que fueron las que registraron las presiones más fuertes, como consecuencia del encarecimiento de sus *inputs* intermedios, factor al que se sumaron, en muchos casos, importantes ampliaciones de márgenes. Los datos de la CBT del Banco de España y los referidos a empresas que cotizan en Bolsa muestran que esta mejora de márgenes se vio amplificada por el impacto moderador que tuvo la continuada tendencia al descenso de los tipos de interés durante la primera mitad del año, y su posterior estancamiento, sobre la carga financiera de las empresas: el coste de los recursos financieros obtenidos durante el año se redujo en torno a 1,5 puntos porcentuales, que fue la reducción media experimentada por los tipos de interés del mercado interbancario.

En la actividad constructora, como en otras actividades, la evolución de los costes fue relativamente favorable en lo referente a gastos tanto de personal como financieros; sin embargo, el coste de los consumos intermedios tendió a encarecerse en mayor medida que el año anterior. En efecto: según los indicadores de costes de la construcción disponibles, los materiales utilizados en el desarrollo de esta actividad sufrieron incrementos de precios del 3,9 %, frente al 1,6 % registrado en 1993, como resultado de un aumento generalizado del precio de los consumos intermedios producidos en el país. En particular, los precios de los productos siderometalúrgicos, que tienen una ponderación elevada en el indicador de costes mencionado, registraron un incremento del 13 % durante 1994.

El coste unitario del trabajo en la construcción experimentó un nuevo descenso en su tasa de crecimiento, al que contribuyeron tanto la moderación salarial como el elevado incremento de la productividad, próximo al 4 %. El crecimiento de las ganancias de los trabajadores del sector, recogido en la Encuesta de Salarios, se moderó sustancialmente tras la firma del convenio colectivo sectorial, de forma que el ejercicio se cerró con un incremento de las ganancias del 5,3 %, frente al 7,1 % observado en 1993.

Igual que ocurrió en la industria, frente a la moderación mostrada por los indicadores de los costes salariales por unidad de producto en 1994, el deflactor del valor añadido bruto en la construcción no se desaceleró con la misma intensidad, a pesar de existir un elevado grado de disponibilidad de recursos ociosos —como

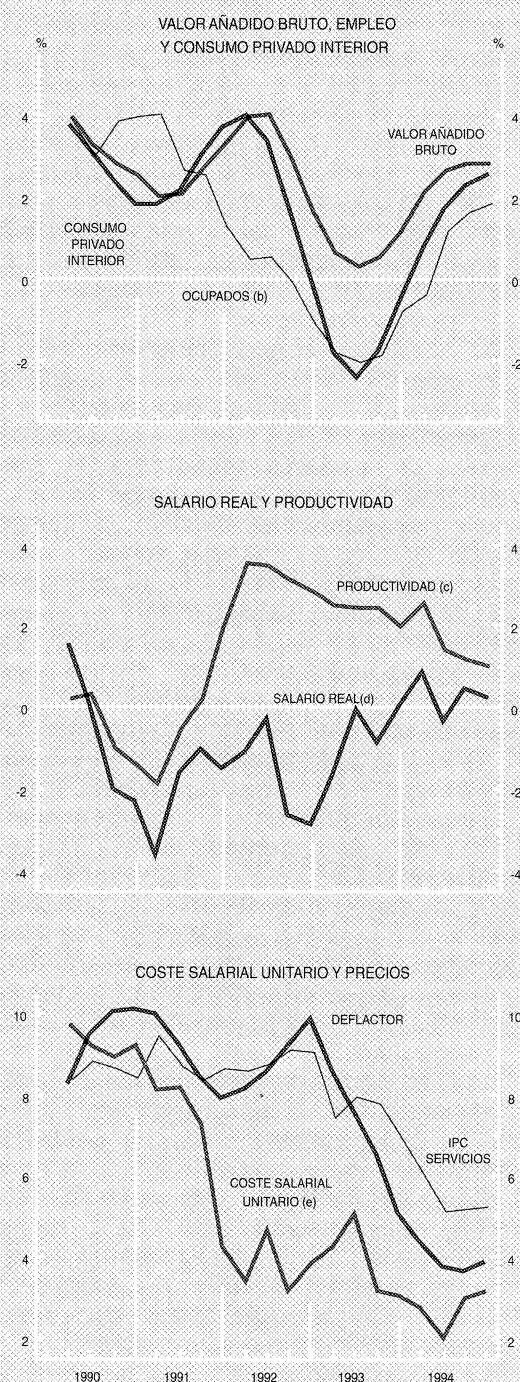
muestran el elevado volumen de desempleo en la rama y el aumento de indicadores de competencia, tales como el número licitadores presentados por obra licitada o la relación entre el precio de licitación y el de adjudicación—. El menor avance de los costes del trabajo se destinó parcialmente a recuperar los márgenes de beneficio empresarial, lo que contribuyó a generar expectativas de aumento de la inversión y del empleo. De hecho, como se observa en el gráfico III.7, la mejora del nivel de ocupación a lo largo del año determinó una progresiva desaceleración de la productividad aparente del trabajo, que invirtió la tendencia desaceleradora de los costes salariales por unidad de producto.

Los precios en los servicios destinados a la venta, que entre 1989 y 1993 crecieron a tasas superiores al 8 %, iniciaron una inflexión a la baja a mediados de 1993, tendencia que se vio reforzada en la primera mitad de 1994, pero que empezó a mostrar ciertos signos de agotamiento en los últimos meses del año. El componente de servicios del IPC, que, aunque parcial, es el único indicador disponible de los precios finales de esta rama, terminó el año con un crecimiento interanual del 5,2 %, 3,4 puntos inferior al registrado dos años antes. Por su parte, el deflactor implícito de los servicios destinados a la venta, con una cobertura más amplia, experimentó una desaceleración algo más pronunciada. Las estimaciones del INE situaron el crecimiento del deflactor en el último trimestre del año en el 3,9 %, frente al 8,5 % registrado dos años antes. Aunque el recorte en la inflación de los servicios en 1994 fue significativo y contrasta con la rigidez a la baja que se venía observando en estos precios en años anteriores, cabe juzgarlo como insuficiente, dadas las condiciones de demanda y costes que existían.

Desde mediados de 1993, los salarios iniciaron una importante desaceleración, que se prolongó en 1994, cuando las tarifas salariales pactadas en los servicios se situaron en el 3,8 %, una vez incluido el impacto de las cláusulas de revisión salarial; por su parte, las ganancias por persona se desaceleraron en dos puntos, hasta el 4,1 %. Dada la evolución del deflactor del valor añadido, este crecimiento de las ganancias dio origen a un estancamiento de los salarios reales, que en 1994 habrían registrado crecimientos negativos (véase gráfico III.8). Es importante señalar que, hasta 1993, el descenso de los salarios reales no provino de un comportamiento moderado de los salarios nominales, que permanecieron en tasas entre el 7 % y el 8 %, sino de la acomodación de estos aumentos de costes con incrementos de precios, situación que contrasta con lo observado en la industria, donde las dificultades para transmitir a precios los aumentos salariales se

GRÁFICO III.8

Crecimiento real, ocupados, salarios y precios en los servicios destinados a la venta (a)



Fuentes: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

- (a) Tasas interanuales de variación.
- (b) Encuesta de Población Activa.
- (c) Definida como el valor añadido bruto dividido por el número de ocupados.
- (d) Definido como ganancia por persona y mes en concepto de pagos totales, dividida por el deflactor de la rama.
- (e) Definido como ganancia por persona y mes en concepto de pagos totales, dividida por la productividad.

tradujeron en un brusco aumento de los salarios reales en términos del producto. En el citado gráfico se aprecia que, desde 1989, los salarios reales en los servicios destinados a la venta registraron tasas de variación negativas, que se combinaron, a partir de 1991, con importantes ganancias de la productividad aparente del trabajo. La brecha abierta entre estas dos variables es una forma de ilustrar la progresiva ampliación de los márgenes unitarios que se ha ido produciendo en esta rama desde entonces, situación que se mantuvo, aunque con menor intensidad, en 1994.

La moderación de los salarios nominales en los servicios permitió compensar el efecto encarecedor que los menores avances en la productividad aparente del trabajo tuvieron sobre los costes salariales unitarios en 1994; estos continuaron desacelerándose, hasta situarse en tasas en torno al 3 %. Sin embargo, la transmisión a precios de la desaceleración de los costes unitarios fue parcial, pese a la relativa debilidad de la demanda, ilustrando, de nuevo, la ampliación de márgenes a que se aludía en el párrafo anterior y que es sintomática de la falta de competencia exterior e interior de que adolece esta actividad productiva. Este es el principal factor limitativo del recorte de precios en los servicios, la rama más inflacionista de la economía española.

La aceleración experimentada por los precios de los bienes industriales al por mayor y la desaceleración de los precios de los servicios determinaron una fuerte reducción de la brecha de inflación entre sectores expuestos a la competencia —aproximando sus precios por el índice de precios industriales— y no expuestos a la competencia —aproximados por los precios de consumo de los servicios— en 1994, aminorando sustancialmente el carácter dual de la inflación española. De hecho, incluso se llegó, a finales de año, a una convergencia completa entre las tasas de inflación de los dos tipos de sectores. Este fenómeno no ha sido exclusivo de la economía española, sino que también se ha producido en otros países comunitarios, debido, en gran parte, a la significativa aceleración de los precios de producción.

III.3.3. Los deflactores de la demanda final

En los epígrafes anteriores se ha descrito cuáles fueron los fundamentos de la evolución de los precios finales en 1994 —que se concretó en un aumento del 4,1 % del deflactor de la demanda final, nueve décimas menos que en 1993— desde el punto de vista de los recursos con que se atendió a dicha demanda: producción interior e importaciones. Desde el punto de vista del gasto, esta evolución de los precios finales de la economía se

Deflatores de la demanda y del producto
Tasas de variación interanuales

	1991	1992	1993	1994	1993				1994			
					I TR	II TR	III TR	IV TR	I TR	II TR	III TR	IV TR
Consumo privado	6,4	6,4	5,6	5,1	5,6	5,6	5,7	5,6	5,6	5,4	4,9	4,6
Consumo público	7,6	8,9	4,0	2,8	5,9	4,6	3,4	2,5	2,7	2,8	2,9	2,8
Formación bruta de capital fijo	4,9	2,8	5,1	4,6	5,9	5,5	4,0	2,8	3,8	4,7	5,6	4,2
<i>Construcción</i>	6,0	3,6	3,5	3,3	4,6	4,3	3,0	2,0	2,2	3,0	4,1	3,9
<i>Bienes de equipo</i>	2,5	2,0	5,5	7,1	6,7	6,3	4,8	3,8	6,9	8,1	8,5	4,9
Demanda nacional	6,2	6,0	5,4	4,6	6,0	5,8	5,2	4,7	4,8	4,8	4,7	4,1
Exportaciones de bienes y servicios	2,0	3,1	4,5	4,0	4,7	5,0	4,6	3,7	3,8	3,6	3,9	4,8
Demanda final	5,5	5,5	5,0	4,1	5,6	5,3	4,9	4,1	4,2	4,1	4,1	3,8
Importaciones de bienes y servicios	-0,3	1,3	6,6	6,3	4,5	6,4	7,6	7,7	7,0	6,6	5,9	5,5
Producto interior bruto	7,1	6,7	4,4	4,1	5,4	4,7	4,0	3,5	4,0	4,1	4,3	4,1

Fuente: Instituto Nacional de Estadística.

trajo en un comportamiento de los deflatores de los distintos componentes de la demanda final, que difirió según el peso que en cada uno de ellos tienen las importaciones, los bienes de producción interior o los servicios, y según la propia presión que ejerció la demanda en cada caso. Así, el deflactor de las exportaciones se desaceleró en menor medida que el de la demanda nacional, que aumentó un 4,6 % en 1994, ocho décimas menos que el año anterior. Todos los deflatores de la demanda nacional moderaron su ritmo de crecimiento en 1994, aunque este movimiento fue especialmente significativo en el caso del consumo público, y muy escaso en el del consumo privado (véase cuadro III.8).

El deflactor del consumo privado nacional se desaceleró ligeramente en 1994, al crecer un 5,1 %, frente al 5,6 % alcanzado en 1993. El principal indicador de estos precios finales, el IPC, creció un 4,7 % en el conjunto del año: las cuatro décimas de diferencia con el deflactor se explican por una composición distinta de cada uno de ellos, de forma que la alimentación tiene un peso muy superior en el IPC, mientras que los alquileres y los gastos en restaurantes, cafés y hoteles tienen una menor representación (2). Con todo, el IPC finalizó 1994 con una tasa interanual del 4,3 %, seis décimas menos que en 1993. Por su parte, el índice de servicios

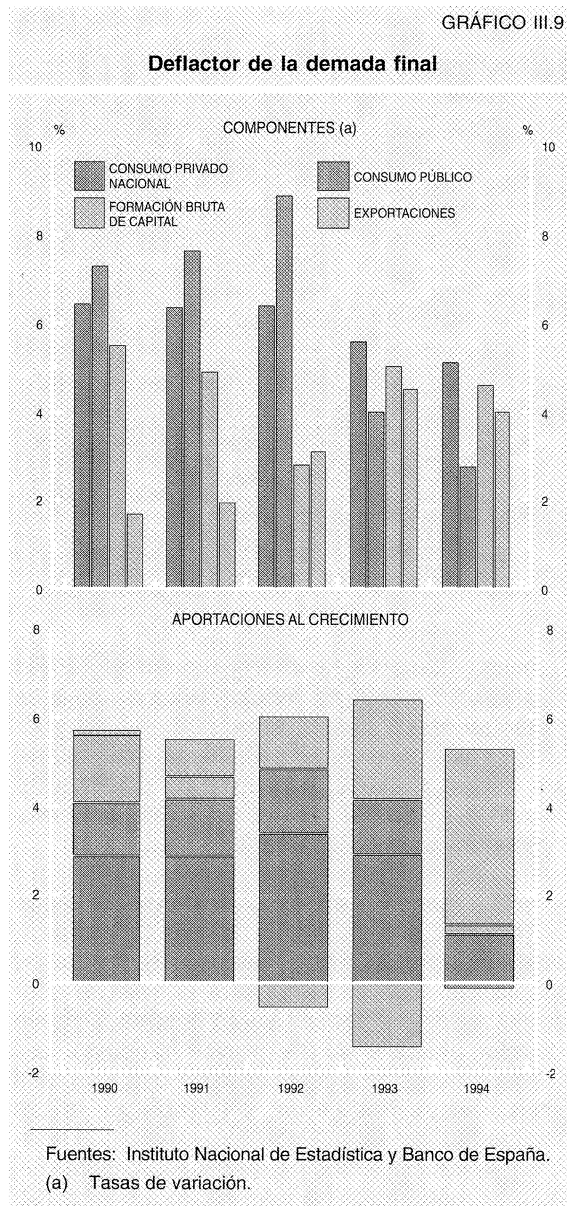
y bienes elaborados no energéticos (IPSEBENE) registró una rebaja de medio punto en su tasa interanual en diciembre, aunque, como se puede observar en el gráfico III.10, la desaceleración que este índice tuvo en 1993 se ralentizó mucho en la primera mitad de 1994, acelerándose en el segundo semestre.

En cuanto a la evolución por componentes del IPC, cabe recordar la aceleración experimentada por los precios de los alimentos no elaborados, muy intensa hasta el mes de septiembre, y cuyas causas están ligadas a las ya aducidas al hablar de los precios agrícolas. Las elevadas tasas de crecimiento de estos últimos precios no se tradujeron, sin embargo, en un crecimiento tan intenso de los precios de consumo de los alimentos no elaborados, debido al impacto moderador de los precios de importación, amplificado por la notable expansión de las importaciones de alimentos en volumen. (véase gráfico III.11). La evolución del IPC de alimentos elaborados está determinada por el perfil de crecimiento de los precios de producción de la industria alimentaria. La aceleración que sufrieron los precios de producción a lo largo de 1993, que se prolongó hasta febrero de 1994, se tradujo en el crecimiento acelerado de los precios de consumo de los alimentos elaborados, que solo se interrumpió en los meses centrales de 1994.

Entre los restantes componentes del IPC cabe destacar que el índice de bienes industriales no energéticos fue uno de los menos inflacionistas en 1994, al haber crecido un 3,5 % (véase cuadro III.9). No obstante, a partir de septiembre, este componente comenzó a reflejar las presiones que ya evidenciaban los precios de producción de los productos industriales, por

(2) Parece haber también una contradicción entre la evolución del deflactor y la del IPC en 1993 y 1994, en promedio anual, puesto que el primero se desaceleró entre ambos años y el segundo se aceleró. No obstante, esto se explica porque la cifra del IPC de 1993 está afectada por el cambio de base que se introdujo en enero de ese año, y todo apunta a que un índice homogéneo mostraría, al igual que el deflactor, una reducción de la inflación media anual en 1994.

GRÁFICO III.9



lo que su tasa de variación acumulada en 1994 (3,6 %) fue algo superior a la del año precedente (3,3 %). Por otra parte, el índice energético fue el que registró la mayor desaceleración en 1994, al descontarse en su tasa de inflación la subida impositiva de los hidrocarburos de agosto de 1993 y el encarecimiento, por motivos cambiarios, que se había producido un año antes. Estos precios están sujetos a un proceso de liberalización, que consiste en el paso de un sistema de precios totalmente regulados a otro de precios máximos, que se ha ampliado a lo largo de 1994 para incluir el gas, de forma que el único precio totalmente regulado que subsiste es el de la electricidad. Los carburantes acumularon una inflación de solo el 0,7 %, ya que, además de descontarse el aumento impositivo comentado más arriba, el encarecimiento del barril de crudo, que pasó de costar 13 dólares en enero a 16 dólares en diciembre, se vio amortiguado por la apreciación de la peseta frente al dólar.

El índice de servicios terminó 1994 con la tasa de inflación acumulada (5,2 %) más baja de los últimos 18 años; aun así, esta fue la más alta de entre las registradas en 1994 por los distintos componentes del IPC. Como ya se ha comentado en el apartado anterior, las condiciones de costes y de demanda hubieran permitido una mayor corrección a la baja de la inflación de los servicios, de no haber existido las rigideces estructurales que dominan estos mercados; de hecho, la reducción fue más pequeña que la conseguida en 1993. En agosto, el índice experimentó una fuerte subida, causada por la reestructuración de las tarifas telefónicas. A partir de ese mes, se detuvo la desaceleración tendencial que estos precios habían presentado hasta entonces. Las mayores subidas ocurridas en 1994 se concentraron en servicios con precios regulados, como son el transporte local, correos y teléfono; también hubo alzas de gran cuantía en otros casos, como los seguros médicos o la enseñanza.

En cuanto a los otros componentes de la demanda nacional, el deflactor del consumo público, aunque con tasas bastante estabilizadas a lo largo de todo el año, se desaceleró de forma apreciable en el conjunto del año, al pasar de un 4 % en 1993 a un 2,8 % en 1994, gracias no solo al menor crecimiento del coste de las compras del sector público, sino también, y lo que es más significativo, al menor aumento del deflactor de la remuneración de los asalariados, que fue del 2,9 % en 1994.

Dentro de la formación bruta de capital, el INE ha estimado una aceleración sustancial del deflactor de la inversión en bienes de equipo, hasta una tasa del 7,1 % en 1994. Este resulta-

GRÁFICO III.10



CUADRO III.9

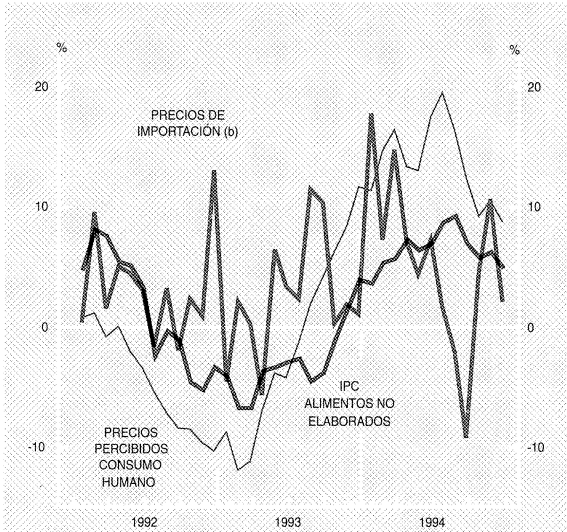
Índice de precios de consumo

	1990	1991	1992	1993	1994
TASAS PROMEDIO					
Índice de precios de consumo (a)	6,7	5,9	5,9	4,6	4,7
Alimentos no elaborados	7,3	3,4	1,1	-3,1	6,2
Energía	8,2	7,6	6,7	7,5	3,6
IPSEBENE	6,5	6,4	6,8	5,6	4,6
Alimentos elaborados	5,8	3,6	6,0	4,4	5,3
Industriales no energéticos	4,3	5,0	4,5	4,6	3,5
Servicios	8,5	8,8	8,8	7,5	5,4
TASAS ACUMULADAS					
Índice de precios de consumo (a)	6,5	5,5	5,3	4,9	4,3
Alimentos no elaborados	7,2	2,0	-3,5	3,7	4,7
Energía	11,3	1,9	10,1	6,4	1,8
IPSEBENE	6,1	6,5	6,8	5,0	4,5
Alimentos elaborados	3,7	4,4	5,6	4,8	5,0
Industriales no energéticos	4,8	4,7	5,1	3,3	3,6
Servicios	8,4	8,8	8,6	6,8	5,2

Fuente: Instituto Nacional de Estadística.
(a) Cambio de base en enero de 1993.

GRÁFICO III.11

Precios de consumo de los alimentos no elaborados y sus principales determinantes (a)



Fuentes: Instituto Nacional de Estadística y Ministerio de Agricultura, Pesca y Alimentación.
(a) Tasas interanuales de variación.
(b) Medidas por el índice de valor unitario de las importaciones de alimentos.

do contrasta con los indicadores disponibles, puesto que, si bien los precios de los bienes de equipo de producción nacional mostraron una aceleración importante a lo largo de todo el año (el índice correspondiente registró un aumento interanual del 3,1 % en diciembre de 1994, frente al 1,2 % de diciembre de 1993), los precios de importación de estos bienes se desaceleraron, registrando incluso tasas negativas desde el tercer trimestre del año. El deflactor de la inversión en construcción se desaceleró moderadamente en 1994, en menor medida que el deflactor del valor añadido en la rama correspondiente, lo que refleja tanto el encarecimiento de los consumos intermedios, ya co-

mentado, como el posible efecto alcista de los servicios inmobiliarios, incluidos en este componente del gasto.

Por último, el deflactor de las exportaciones redujo en medio punto su tasa de variación entre 1993 y 1994, situándose en el 4 % en el promedio de 1994. En cuanto al perfil trimestral del deflactor, se observó una activación de las tasas de inflación en la segunda mitad del año, que se inició en los servicios, pero que incluso se extendió a los bienes en el cuarto trimestre; esto último, básicamente, a la sombra del alza de los precios en los mercados internacionales.

CAPÍTULO IV

LAS POLÍTICAS MONETARIA Y FISCAL Y LOS FLUJOS ECONÓMICOS Y FINANCIEROS

IV.1. INTRODUCCIÓN

En 1994, la actividad económica y financiera se desarrolló en el contexto, ya descrito, de generalización de la reactivación económica. A la vista de la moderación de las tensiones inflacionistas, en los países europeos continuó el proceso de reducción de los tipos de interés oficiales, que, sin embargo, tendió a ralentizarse hacia el verano, una vez que la recuperación económica había tomado una fuerza considerable. Estas condiciones favorecieron la estabilidad cambiaria en Europa durante la mayor parte del año. Sin embargo, ello no significa que no se registraran fuertes perturbaciones en los mercados financieros. A partir del mes de febrero, los tipos de interés a largo plazo tendieron fuertemente al alza en todos los principales centros mundiales. Las monedas más importantes registraron intensas oscilaciones, con una fuerte depreciación del dólar frente al yen y al marco. Esta evolución, cuyos determinantes ya se han comentado, condujo, hacia finales del año, a un episodio de fuertes tensiones en el SME.

La economía española se vio afectada por estos desarrollos: la reactivación económica internacional favoreció un aumento de la actividad en España, y la inflación continuó descendiendo, si bien de manera lenta. Sin embargo, los efectos sobre los precios de la depreciación de la peseta en 1992 y 1993, y la repercusión de la política fiscal, excesivamente expansiva, de 1993 moderaron este descenso.

En este contexto, la política fiscal se propuso un cambio hacia una orientación más restrictiva en 1994, con una disminución del déficit de algo menos de un punto porcentual con respecto al de 1993. La ejecución presupuestaria en el año se saldó, según los datos de la IGAE, con una reducción del déficit de las Administraciones Públicas de 0,8 puntos del PIB, hasta el 6,7 %, aunque debe señalarse que estas cifras recogen un cambio de los criterios de contabilización de los ingresos de la Seguridad Social,

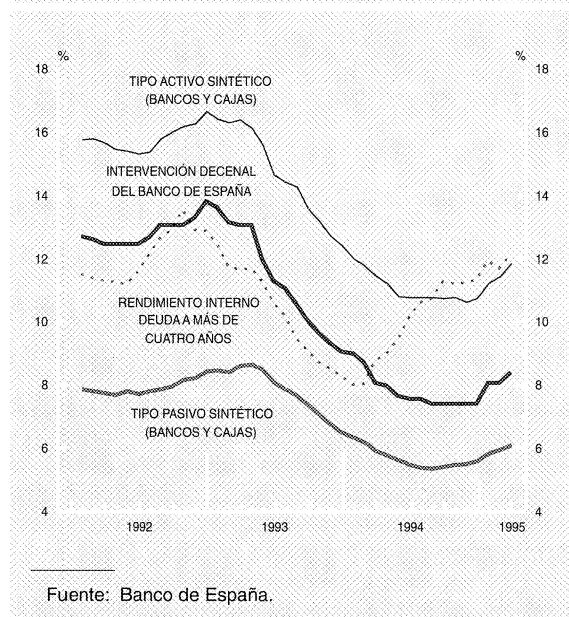
que a partir de 1994 pasan a contabilizarse por el criterio de devengo. Con todo, se consiguió doblegar la intensa inercia alcista del déficit, a través, principalmente, de la contención del consumo público y, también, de una apreciable disminución de la inversión pública. En contrapartida, las transferencias continuaron aumentando más deprisa que el producto, y la evolución cíclica, más favorable de lo previsto, no se reflejó en una aceleración del proceso de consolidación fiscal. Al cierre de 1994, el gasto público, en proporción al PIB, continuaba muy por encima de los niveles de 1992, y el déficit se encontraba todavía muy lejos de la cota del 3 % contemplada en el Tratado de Maastricht, al tiempo que el saldo de la deuda pública se había elevado hasta el 63 % del PIB.

Los presupuestos para 1995 contemplan una reducción del déficit de las Administraciones Públicas por una cuantía equivalente a la alcanzada en 1994 (de 0,8 puntos porcentuales), hasta el 5,9 % del PIB. Teniendo en cuenta la mejora prevista de las condiciones cíclicas en 1995, dicha cifra representa un avance menos significativo que el de 1994, y, en última instancia, el desplazamiento hacia años posteriores del progreso necesario para alcanzar las metas establecidas en el Programa de Convergencia.

La política monetaria también registró cambios relevantes en 1994. En los meses finales de 1993 se percibían distintos factores de incertidumbre, que afectaban al propio diseño de la política monetaria, así como al carácter previsible de la misma. En cuanto a los primeros, cabe señalar los problemas recurrentes de inestabilidad de la demanda de dinero y la ampliación de las bandas de fluctuación del mecanismo de cambios del SME en agosto de 1993, fenómenos ambos que afectaban a las variables que habían venido funcionando como guías básicas para la instrumentación de la política monetaria. Entre los segundos, eran inciertas las perspectivas acerca de los efectos sobre los precios de la devaluación de la peseta, el alcance efec-

GRÁFICO IV.1

Tipos de interés



tivo de la corrección que se anunciaba en la política fiscal y la evolución de los salarios en 1994, en un momento en el que se consolidaba en toda Europa una tendencia descendente de los tipos de interés, acorde con la moderación de la inflación y la disminución de las tensiones cambiarias.

En este contexto, la programación monetaria para 1994 optó por un enfoque prudente. No existía constancia, por entonces, acerca de si las perturbaciones registradas en el crecimiento de la cantidad de dinero —que había sido inusualmente bajo en 1992, y excesivamente alto en 1993, en relación con la evolución contemporánea del gasto nominal— tenían un carácter transitorio o respondían a factores de carácter más permanente. Por otra parte, aunque la estabilización de los mercados cambiarios era manifiesta a partir del otoño de 1993, cabían muchas dudas acerca de la persistencia de este período de mayor tranquilidad. Por consiguiente, no se planteó un cambio radical del esquema de objetivos vigente hasta entonces: se volvió a establecer una banda de fluctuación para ALP, aunque con un carácter de referencia, y con una amplitud —entre el 3 % y el 7 %— algo superior a la de años anteriores. Al mismo tiempo, se señaló la estabilidad cambiaria como un criterio básico para la estabilidad macroeconómica, una vez que las depreciaciones anteriores habían corregido los desfases de competitividad del pasado.

En cuanto al tono de la política monetaria, se abogaba por continuar, de forma cautelosa,

la adaptación de los tipos de interés a la situación cíclica de la economía, tendencia compartida por todos los países europeos, de manera que no se ejerciera una presión contractiva excesiva sobre una recuperación económica entonces incipiente, pero que, simultáneamente, pudieran alcanzarse progresos adecuados en la reducción de los precios.

De acuerdo con estos propósitos, a lo largo de la primera mitad de 1994 continuó el gradual descenso de los tipos de intervención que se había iniciado en 1993, en un proceso que fue haciéndose más lento, hasta finalizar en agosto de 1994, a medida que se consolidaba la recuperación económica y se advertía la tendencia al estancamiento de la tasa de inflación. A este perfil de los tipos oficiales contribuyeron también la aceleración progresiva del crecimiento de los agregados monetarios, a partir de la primavera, y el alza de los tipos de interés a medio y largo plazo, que denotaba un empeoramiento de las expectativas de los agentes acerca de las perspectivas inmediatas de corrección de los desequilibrios (fiscal y de precios) de la economía española (gráfico IV.1).

Buena parte de esta evolución se explica por causas conectadas con el desarrollo de los mercados financieros internacionales, ya comentadas en el capítulo II. Sin embargo, el alza de los tipos a largo fue mucho más acusada en España que en otros países e incidió de manera notable sobre la evolución de los mercados financieros en 1994, aunque se transmitió con cierto retraso a los instrumentos bancarios, ya que estos tipos se mostraron más ligados a los tipos de intervención, en un contexto de aumento de la competencia bancaria, de escasa demanda de crédito y de disminución gradual de la morosidad.

No obstante, las intensas perturbaciones en los mercados de valores a medio y largo plazo reflejaban una disminución de la confianza en las economías con mayores problemas para dominar sus desequilibrios macroeconómicos. Esta valoración acabó manifestándose, a raíz del debilitamiento del dólar a finales de año, en intensas presiones depreciatorias sobre el conjunto de las monedas europeas menos vinculadas al marco alemán.

Por su parte, los agregados monetarios, tras un primer trimestre de crecimiento moderado, empezaron a expandirse a tasas cada vez más elevadas. Los ALP crecieron cerca de un 11 % en el último trimestre, hasta cerrar el año con un crecimiento acumulado del 8,2 %. Esta evolución reflejaba, en parte, la consolidación progresiva de niveles más altos de actividad y gasto, pero, también, un desplazamiento de los

ahorradores hacia instrumentos a corto plazo, en un contexto en el que la tasa de ahorro continuó siendo elevada.

Estos desplazamientos fueron, en alguna medida, contenidos por el alza de los tipos de interés a largo plazo. Sin embargo, los agentes del sector privado, habida cuenta de la incertidumbre acerca del momento en el que el alza de los tipos de interés a largo había de interrumpirse y del nivel que estos pudieran alcanzar, prefirieron materializar su ahorro, en mayor medida, en instrumentos a corto plazo incluidos en ALP.

Por el lado de la oferta, el crecimiento de ALP fue estimulado, principalmente, por el crédito interno al sector público, que creció un 16 % en 1994. En efecto, las dificultades para la colocación de valores a medio y largo plazo llevaron al Tesoro a financiarse, principalmente, en los mercados de corto plazo, mientras que buena parte de las nuevas emisiones de deuda, o de las ventas realizadas por los no residentes, fueron adquiridas por los agentes privados residentes, bajo la forma de adquisiciones temporales, también incluidas en el crédito interno.

El crédito interno a las empresas y las familias registró una recuperación muy moderada, reflejando la actitud prudente de aquellas. Ya en 1993, estos agentes habían aumentado su ahorro financiero neto, a pesar del modesto crecimiento de la renta disponible. De esta forma, afrontaban la recuperación con una posición financiera bastante sólida, y, como se ha observado, materializada, en gran medida, en activos muy líquidos.

Sin embargo, a lo largo de 1994 ambos tipos de agentes han continuado manteniendo actitudes muy cautas. En lo que se refiere a las familias, además de los factores ya analizados, que determinaron un aumento muy moderado de la renta disponible, el mantenimiento de tipos reales considerablemente altos ha tendido a desalentar el consumo y a sostener tasas de ahorro relativamente elevadas (gráfico IV.2). En el contexto de incertidumbre financiera y de fuertes pérdidas de capital de los tenedores de participaciones en fondos de inversión de renta fija, este ahorro tendió a estimular el crecimiento monetario.

Por su parte, la notable mejora de los resultados de las empresas permitió que, a pesar del aumento registrado en la formación bruta de capital, su posición financiera no se debilitara. Incluso en un contexto de baja de los tipos de interés y de recuperación de la inversión, las empresas actuaron con mucha cautela, en

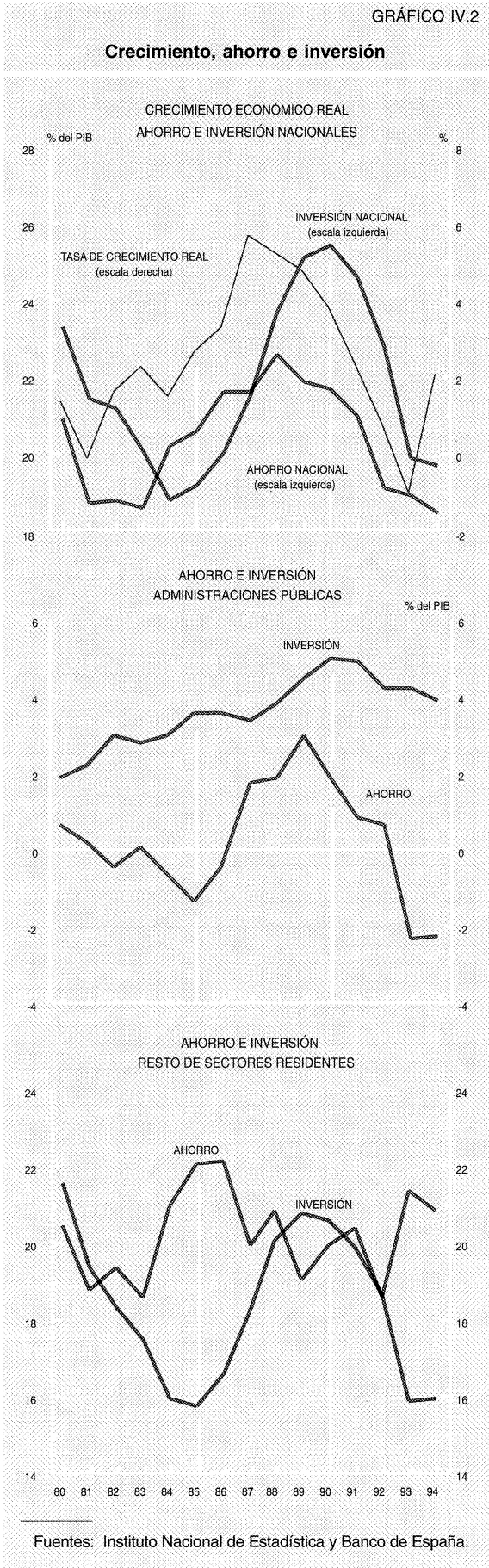
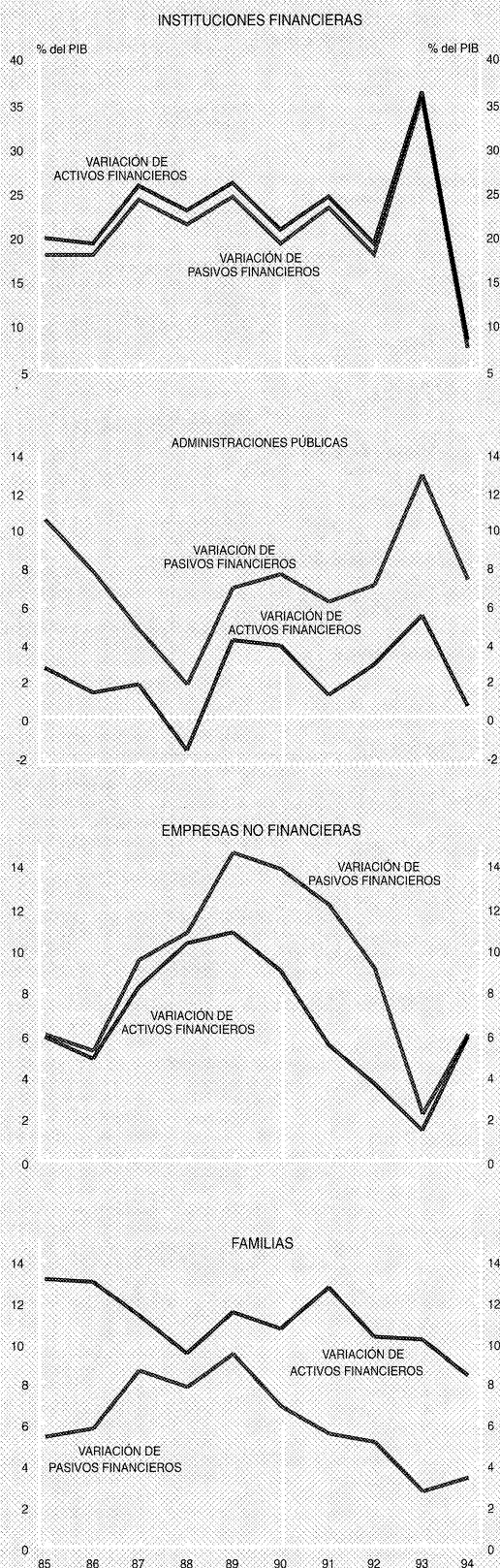


GRÁFICO IV.3

Ahorro financiero neto por sectores



Fuente: Banco de España.

1994, en la contratación de nuevos pasivos financieros; su demanda de crédito bancario se recuperó solo muy moderadamente, mientras que las emisiones netas de valores de renta fija fueron aún más negativas que en 1993. La mayor parte de las inversiones realizadas se financiaron con cargo al ahorro corriente y al acumulado de 1993 (gráfico IV.3).

Para el conjunto de la economía nacional, el ahorro bruto se redujo moderadamente, lo que refleja una ligera disminución del desahorro de las Administraciones Públicas, y una caída algo mayor del ahorro generado por el sector privado (cuadro IV.1). Habida cuenta de que la inversión, en porcentaje del PIB, se mantuvo aproximadamente estable, compensándose la caída de la inversión pública con el aumento de la privada, ello se tradujo en un moderado aumento de la necesidad de financiación de la economía, cuya cobertura, aun en el contexto de fuerte volatilidad de los mercados financieros internacionales, no revistió problemas de consideración; si bien puede resaltarse que se produjo una caída muy significativa de las tenencias de deuda por no residentes, esta fue más que compensada por el aumento de la inversión privada —particularmente la asimilable a inversión directa— y por una caída muy pronunciada de las salidas de capital de carácter especulativo, asociadas, en los años anteriores, a los episodios de debilidad de la peseta.

Si bien, por tanto, no existen problemas inmediatos de sostenibilidad del equilibrio exterior, algunos fenómenos de 1994 resultan preocupantes de cara al futuro. El primero es la insuficiencia del ahorro nacional para financiar la inversión, incluso tras un período de acusada recesión que ha reducido los niveles de aquella. El segundo es la persistencia de un déficit público excesivo que reduce globalmente la capacidad de ahorro de la economía y distorsiona la asignación de los recursos disponibles. El tercero es la vulnerabilidad de los flujos necesarios para asegurar la financiación de la economía española ante perturbaciones que si, en ocasiones, tienen un carácter internacional, se manifiestan con mucha mayor virulencia cuando las perspectivas de estabilidad nominal y corrección de los desequilibrios de las economías están rodeadas de incertidumbre. En particular, las dudas de los mercados acerca de la capacidad de las autoridades para enderezar las finanzas públicas han afectado muy negativamente a los flujos exteriores de capital.

En este contexto general, el diseño de la política monetaria para 1995 presenta, como ya se ha señalado en el capítulo I, cambios muy relevantes con respecto a años anteriores (véase también, al respecto, el recuadro IV.1). Es-

Estabilidad de la demanda de ALP

La estabilidad de la función de demanda de dinero es, sin duda, un tema controvertido pero, a su vez, de gran trascendencia para el diseño de la política monetaria. Desde mediados de los setenta, numerosos investigadores han documentado, en España y en otros países, frecuentes episodios de inestabilidad que habitualmente se han asociado a procesos de ajuste de las carteras del público en un contexto de innovación financiera y desregulación de los mercados.

Para el caso español, los estudios econométricos que se realizaron al respecto en el Servicio de Estudios del Banco de España, a finales de los ochenta, concluyeron la existencia de una relación de equilibrio a largo plazo entre los niveles de ALP, precios, renta real, tipos de interés e inflación, interpretable como una función de demanda de saldos reales. Al mismo tiempo, se afirmaba que determinadas inestabilidades puntuales a corto plazo —asociadas precisamente a los intensos procesos de desregulación que vivió el sistema financiero— convivían con un elevado grado de estabilidad de la relación a largo plazo.

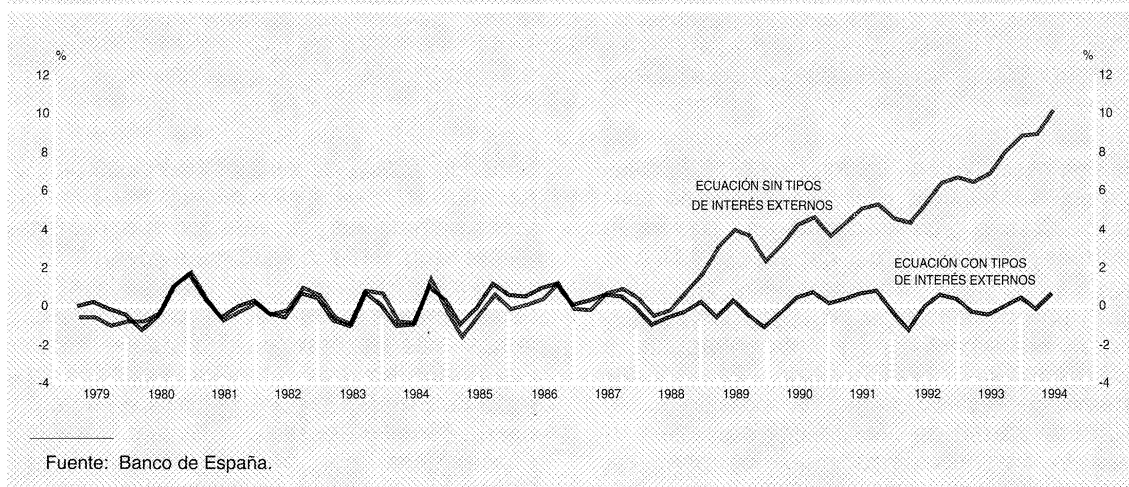
No obstante, en los últimos años se extendió la percepción de que las relaciones históricas que sustentaban la selección de ALP como el agregado monetario sobre cuya evolución el Banco de España fijaba de forma preferente su atención se habían deteriorado considerablemente. Esta percepción afectaba no solo a las señales que se desprendían de su evolución más a corto plazo, sino a la misma relación de largo plazo. En el Informe Anual de 1993 se apuntaban tres hipótesis sobre los factores subyacentes a las inestabilidades detectadas en la demanda de ALP: el aumento, durante el período de crisis, de la tasa de ahorro y de la riqueza del sector privado residente; el incremento de la sensibilidad del agregado a variaciones en los tipos de interés; y el surgimiento de oportunidades de inversión/financiación del sector privado propiciadas por la desaparición progresiva de los obstáculos administrativos a la libre circulación de capitales.

La evidencia econométrica analizada recientemente en el Servicio de Estudios del Banco de España apunta a que los desplazamientos a los que se ha visto sometida la demanda de ALP durante los últimos años, lejos de representar episodios transitorios, limitados al corto plazo, han alterado de forma sustancial sus propiedades de largo plazo. En cuanto al sentido de este cambio estructural, de las hipótesis aventuradas, es la tercera la que parece desempeñar un papel más destacado a la hora de explicar la aparente inestabilidad de las ecuaciones tradicionales de demanda. De este modo, solo cuando los rendimientos de activos alternativos a los incluidos en ALP se amplían para incorporar, a partir de 1989, tipos de interés exteriores es posible recuperar una ecuación de demanda a largo plazo estable en los últimos años.

El gráfico adjunto arroja cierta luz sobre el papel desempeñado por los tipos de interés exteriores, recogiendo las desviaciones de ALP respecto de las sendas a largo plazo calculadas cuando se tienen en cuenta estos (línea continua) y cuando no (línea discontinua). En el período anterior a 1989, ambas líneas muestran perfiles muy similares. A partir de dicho año, sin embargo, se observa una tendencia clara del agregado a experimentar crecimientos por encima de los compatibles con la ecuación estimada sin tipos exteriores, de forma que las desviaciones respecto de la senda de largo plazo resultan cada vez mayores y persistentes. Por el contrario, la inclusión de los tipos de interés exteriores entre los determinantes de la demanda de ALP permite obtener desviaciones más estacionarias.

El que las variables relevantes para explicar la evolución de ALP se hayan hecho más numerosas y complejas, escapando un buen número de ellas al control de la autoridad monetaria, ha desaconsejado su utilización como objetivo intermedio de política monetaria. Los cambios operados en la demanda del agregado no anulan, sin embargo, la existencia de una relación a largo plazo entre la liquidez de la economía y el gasto nominal que justifica la utilización de ALP como un indicador destacado de las condiciones monetarias y de las tendencias futuras del gasto nominal y de su componente de precios.

Desviaciones de ALP respecto de su demanda a largo plazo



Economía nacional. Cuentas de utilización de renta, de capital y financieras
Detalle por sectores (% PIB)

	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994
Renta nacional bruta disponible	99,5	99,5	99,9	100,0	100,0	99,7	99,6	99,2	99,7	98,7
Administraciones Públicas	13,3	14,2	16,7	16,5	18,1	17,3	16,9	17,6	15,1	14,7
Instituciones financieras	2,2	2,2	2,7	2,9	2,9	2,9	2,7	2,6	1,5	1,9
Familias	72,1	70,9	68,9	68,8	68,2	69,2	69,9	69,7	72,3	70,8
Empresas no financieras	11,9	12,3	11,5	11,8	10,9	10,3	10,0	9,2	10,7	11,3
Consumo nacional	78,8	77,9	78,3	77,5	78,1	78,0	78,6	80,1	80,7	80,2
Administraciones Públicas	14,7	14,7	15,1	14,8	15,2	15,6	16,2	17,0	17,5	17,0
Instituciones financieras	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Familias	64,1	63,2	63,2	62,7	63,0	62,4	62,4	63,1	63,2	63,2
Empresas no financieras	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Ahorro nacional bruto	20,6	21,6	21,6	22,6	21,9	21,7	21,0	19,1	18,9	18,5
Administraciones Públicas	-1,4	-0,5	1,7	1,8	2,9	1,8	0,8	0,6	-2,4	-2,3
Instituciones financieras	2,0	1,6	2,3	1,9	2,3	2,3	2,1	2,3	1,3	1,8
Familias	8,1	8,2	6,1	7,1	5,8	7,3	8,1	7,0	9,3	7,7
Empresas no financieras	11,9	12,3	11,5	11,8	10,9	10,3	10,0	9,2	10,7	11,3
Formación bruta de capital	19,2	20,0	21,5	23,7	25,1	25,4	24,6	22,7	19,9	19,7
Administraciones Públicas	3,5	3,5	3,3	3,7	4,4	4,9	4,8	4,1	4,1	3,8
Instituciones financieras	0,5	0,3	0,5	0,5	0,7	0,8	0,7	0,7	0,7	0,7
Familias	4,5	4,5	4,8	5,4	5,4	5,6	5,2	4,7	4,4	4,4
Empresas no financieras	10,7	11,7	13,0	14,1	14,6	14,1	13,8	13,1	10,7	10,8
Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación	1,4	1,7	0,2	-0,9	-2,9	-3,4	-3,0	-3,0	-0,4	-0,7
Administraciones Públicas	-6,9	-6,0	-3,1	-3,3	-2,8	-4,1	-4,9	-4,2	-7,5	-6,7
Instituciones financieras	1,5	1,3	1,8	1,5	1,6	1,4	1,3	1,5	0,5	1,1
Familias	3,7	3,8	1,7	1,8	0,5	2,1	3,2	2,5	5,3	3,4
Empresas no financieras	3,1	2,5	-0,1	-0,9	-2,2	-2,8	-2,7	-2,8	1,4	1,4
Ahorro financiero neto	1,4	1,7	0,2	-0,9	-2,9	-3,4	-3,0	-3,0	-0,4	-0,7
Administraciones Públicas	-7,8	-6,3	-2,9	-3,5	-2,8	-3,9	-5,0	-4,3	-7,5	-6,6
Instituciones financieras	1,6	1,3	1,8	1,4	1,6	1,4	1,3	1,6	0,5	1,1
Familias	7,8	7,1	2,7	1,7	2,0	3,8	7,2	5,2	7,5	5,0
Empresas no financieras	-0,2	-0,4	-1,4	-0,5	-3,7	-4,8	-6,5	-5,5	-0,8	-0,1
Variación de activos financieros	40,4	37,5	46,1	40,1	51,4	43,2	42,8	35,0	52,3	22,5
Administraciones Públicas	2,4	1,2	1,6	-1,9	3,9	3,6	1,0	2,6	5,2	0,5
Instituciones financieras	19,3	18,9	25,4	22,5	25,5	20,3	24,0	18,9	35,8	8,0
Familias	13,0	12,7	11,2	9,2	11,3	10,5	12,5	10,1	10,0	8,2
Empresas no financieras	5,7	4,7	8,0	10,2	10,7	8,8	5,3	3,5	1,3	5,7
Variación de pasivos financieros	39,0	35,8	45,9	41,0	54,3	46,6	45,8	38,0	52,6	23,2
Administraciones Públicas	10,3	7,6	4,5	1,6	6,7	7,4	6,0	6,8	12,7	7,1
Instituciones financieras	17,7	17,6	23,6	21,1	23,9	18,9	22,7	17,4	35,3	6,9
Familias	5,2	5,6	8,5	7,6	9,3	6,7	5,3	4,9	2,5	3,2
Empresas no financieras	5,9	5,0	9,4	10,7	14,4	13,6	11,9	9,0	2,1	5,9

Fuentes: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

tos cambios suponen, básicamente, la fijación de un objetivo explícito de inflación, que se concreta en situar el crecimiento del IPC, de manera gradual y sostenible, por debajo del 3 % a lo largo de 1997. La convergencia hacia este objetivo, en una coyuntura de recuperación cíclica, con dificultades para corregir suficientemente el déficit público y con un tipo de cambio significativamente depreciado, requerirá, a medio plazo, la instrumentación de una política monetaria rigurosa. La introducción del nuevo esquema ha coincidido con un momento de gran complejidad: el alza del IVA aplicada a partir de 1995, la

tendencia alcista de los precios industriales y de importación, la evolución acelerada de los agregados monetarios y la debilidad que mostraba la peseta representaban riesgos evidentes de aceleración de los precios; de manera que, desde los primeros días de 1995, la política monetaria se hizo más ajustada, produciéndose la primera alza de los tipos de intervención desde finales de 1992. Esta fue seguida por otra, a primeros de marzo, con el propósito de dificultar la traslación a los precios de la depreciación sufrida por la peseta en el período de inestabilidad cambiaria de los primeros meses de 1995.

IV.2. LAS POLÍTICAS MONETARIA Y FISCAL

IV.2.1. Los Presupuestos Generales del Estado para 1994

Tras el importante desbordamiento del gasto público en 1993, que situó el saldo negativo de las cuentas de las Administraciones Públicas en el 7,5 % del PIB, el presupuesto aprobado para 1994 se propuso una moderada reducción del déficit público de 0,8 puntos porcentuales del PIB, basada en la contención del gasto. El temor a que una política fiscal muy restrictiva retrasara o limitara la recuperación económica pudo condicionar la fijación de un objetivo relativamente modesto, que, sin embargo, con las previsiones de crecimiento manejadas entonces, no era fácilmente alcanzable. Concretamente, se proponía una reducción del déficit de caja del Estado del 12,6 %, que lo situaría en el 5,2 % del PIB, un punto porcentual por debajo de lo observado el año precedente, manteniendo inalterado el gasto nominal y sin aumentar la presión fiscal.

En julio se aprobó la Actualización del Programa de Convergencia, ya que al no haber sido revisado desde su aprobación en 1992, el programa inicial había quedado obsoleto. El nuevo programa, coherente con la meta antes citada para el déficit del Estado, proponía alcanzar un volumen de déficit del 6,7 % del PIB para el conjunto de las Administraciones Públicas en 1994, frente al 6,4 % manejado hasta entonces, bajo el supuesto de que el crecimiento real del PIB sería del 1,3 % para el conjunto del año. Sin embargo, existía un cierto temor a que la mejora relativa del déficit del Estado pudiera no transmitirse íntegramente al conjunto de las Administraciones Públicas. En el ámbito de la Seguridad Social, tras el descenso del déficit en 1993 (debido a que las transferencias del Estado se incrementaron en un 31,5 %, fundamentalmente por el aumento de las destinadas al INEM), cabía esperar un aumento de su saldo negativo. En cuanto a las Administraciones Territoriales, a pesar de que la falta de información dificultaba evaluar con precisión su contribución al déficit, no cabía esperar que alteraran significativamente su comportamiento y, por lo tanto, su aportación al desequilibrio de las cuentas públicas. En realidad, según la actualización del Plan de Convergencia, debían ser las Administraciones Centrales las que realizasen la mayor parte del esfuerzo para reducir el déficit.

Las principales medidas de política fiscal introducidas en los Presupuestos Generales del Estado para 1994, por el lado de los ingresos, estuvieron dirigidas a aumentar la recaudación y a estimular la inversión. En concreto, y por se-

gundo año consecutivo, la tarifa del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas no se corrigió por la inflación y se suprimió la exención que disfrutaban las prestaciones por desempleo y las pensiones de invalidez, aunque se mantuvo la exención para las de incapacidad permanente absoluta y para las de gran invalidez. Las modificaciones introducidas en el Impuesto sobre Sociedades fueron la creación de una deducción de un 5 % por gastos de formación profesional, el incremento en un 5 % de la desgravación por inversiones en el extranjero y, lo más importante, la elevación a un 35 % del límite máximo de deducciones por inversión a practicar sobre la cuota líquida. Asimismo, se estableció una deducción temporal de impuestos para las pequeñas y medianas empresas de nueva creación y se mantuvieron las nuevas tablas de amortización introducidas en 1993. Por otro lado, se elevaron los tipos de gravamen de los impuestos sobre el tabaco, alcohol y cerveza.

Así, se presupuestó un aumento del 4,2 % en el conjunto de los ingresos financieros del Estado, en relación con la liquidación de 1993, como resultado de un aumento del 1,2 % en los impuestos directos, del 9,9 % en los indirectos y del 0,8 % en los otros ingresos netos. Destaca la caída presupuestada del 27,1 % en la recaudación por el impuesto de sociedades, producto, sobre todo, del considerable aumento estimado en el gasto fiscal derivado de las nuevas medidas adoptadas. Por otra parte, el importante incremento presupuestado en el IVA (crecimiento del 12,6 %) se explicaba por un efecto contable derivado de la eliminación de las aduanas intracomunitarias en 1993, que ocasionó un trasvase de recaudación de un año a otro. Cabe mencionar que los ingresos patrimoniales, tras dos años de tener una aportación muy significativa a la contención del déficit, se esperaba que recobraran una participación limitada en el volumen total de ingresos, aunque se preveía que los obtenidos por privatizaciones alcanzaran el 0,3 % del PIB.

En cuanto al presupuesto del sistema de la Seguridad Social, cabe señalar que acentuó para 1994 la tendencia a la reducción del peso de las cotizaciones sociales en su financiación (que pasó del 68,2 % en el presupuesto para 1993 al 64,3 % para el de 1994), en favor de las transferencias del Estado. Esta pérdida de participación relativa se debe a que se esperaba un crecimiento de las cotizaciones de solo un 1,4 % en relación con lo presupuestado inicialmente para 1993, debido a la evolución del mercado de trabajo. Asimismo, cabe mencionar que el 3,5 % de los ingresos totales presupuestados se concretaron en un préstamo del Estado, sin interés, que ascendía a 345 mm y que se añadía a las transferencias.

Por lo que respecta al INEM, se adoptaron un conjunto de medidas a finales de 1993 y principios de 1994 encaminadas a reducir su déficit. Así, se aprobó una subida de medio punto en el tipo de cotización por desempleo a cargo del trabajador, se determinó que el desempleado cotizase a la Seguridad Social por la prestación contributiva recibida, se restringió el acceso al subsidio mediante una rebaja del límite de renta admisible y se redujeron su cuantía y las de las prestaciones mínima y máxima cuando no hay hijos a cargo.

En lo referente a los gastos del Estado, destacaba el incremento del 18,8 % en el pago esperado de intereses, que se explica tanto por el fuerte aumento en la necesidad de endeudamiento del Estado en 1993 como por el traslado al derecho español de la norma comunitaria que prohíbe al sector público apelar al crédito del Banco de España a partir del 1 de enero de 1994. Para contrarrestar este aumento del gasto y cumplir con el objetivo de contención, se presupuestaron reducciones en compras (-13,7 %), en transferencias corrientes (-3 %) y de capital (-17,5 %). En cambio, se presupuestaron aumentos en inversiones reales (4,2 %), con el objetivo de mantener una significativa participación de la inversión pública en el PIB, y en el gasto de personal (2,5 %). Esta combinación de factores debía llevar a un incremento del 0,3 % en el conjunto de los pagos no financieros del Estado.

El aumento presupuestado en los gastos del sistema de la Seguridad Social fue del 7,7 % con relación al presupuesto para 1993, con un crecimiento del 8,3 % en las transferencias corrientes, la principal partida del gasto, y del 6,9 % en gastos de personal, que contradecía de alguna manera el compromiso de congelación salarial y de plantillas propuesto para este año, y dificultaba el alcanzar el objetivo plasmado en el Programa de Convergencia de reducción del peso del consumo público de casi dos puntos porcentuales en porcentaje del PIB, hasta el 15,7 % en 1997. En realidad, los gastos de personal y de compras de bienes corrientes y servicios del INSALUD, con aumentos, respecto al presupuesto para 1993, del 8,1 % y 10,4 %, respectivamente, eran los principales responsables de este crecimiento esperado.

IV.2.2. La programación monetaria para 1994

La programación monetaria para 1994 se realizó sobre la base del escenario macroeconómico ya descrito, que incorporaba, como característica más destacable, una moderada recuperación de la actividad respecto a las cifras

negativas de 1993, de manera que el grado de utilización de la capacidad productiva seguiría siendo bajo. En este contexto, podría continuar, a lo largo de 1994, la senda descendente de la inflación que se había iniciado el año anterior, de manera que fuese posible una reducción de la tasa interanual de crecimiento de los precios, medida en términos del Índice de Precios de Consumo, de aproximadamente un punto porcentual.

Este escenario no estaba, sin embargo, exento de incertidumbres y riesgos. En el ámbito externo, y a pesar de la normalización que habían registrado los mercados de divisas europeos en la segunda mitad de 1993, no se podía descartar el resurgimiento de nuevos episodios de inestabilidad; además, se desconocía la intensidad que finalmente pudiera alcanzar la recuperación prevista en otras economías. En el ámbito doméstico, los riesgos potenciales se centraban en el terreno de la inflación; en particular, existía la posibilidad de que, en un contexto de recuperación de la actividad y del gasto, se manifestara algún efecto de las depreciaciones del tipo de cambio de la peseta de 1992 y 1993, que pudiera alimentar las tensiones inflacionistas. La ejecución de la política presupuestaria, tras la expansión fiscal de 1993, podría tener también efectos en el mismo sentido.

Por su parte, las condiciones monetarias y financieras que prevalecían al finalizar 1993 (cuando se realizó el ejercicio de programación monetaria correspondiente al año siguiente) mostraban una considerable normalización respecto a las prevalecientes durante la primera mitad del año. Ello era, en parte, el resultado de la mayor estabilidad de los mercados cambiarios a partir de la ampliación de las bandas del SME en agosto de 1993.

El tipo de cambio de la peseta registraba un comportamiento estable, depreciado solo ligeramente respecto a su paridad central. La curva de rendimientos por plazos había corregido, en buena parte, la fuerte pendiente negativa que había mostrado durante todo el año anterior; esta corrección resultó de los recortes de los tipos de interés a corto plazo que se sucedieron a partir del verano, una vez que la restricción exterior se había relajado y el Banco de España pudo ajustar el tono de la política monetaria a las condiciones cíclicas y a la tendencia descendente de la inflación. Con todo, al concluir 1993, la curva de rendimientos todavía incorporaba un diferencial positivo entre el nivel de los tipos a un día y el de las obligaciones a diez años, de aproximadamente un punto porcentual.

Por último, y por lo que se refiere a la evolución de los agregados monetarios, los ALP con-

cluyeron 1993 con un crecimiento del 8,6 %, que excedía en algo más de un punto el límite superior de la banda de objetivos, a pesar de que el crecimiento del PIB nominal fue inferior, en casi tres puntos, al previsto a comienzos de ese año. El aumento, mucho más modesto, de los agregados estrechos M1 y M2, del 4 % y 5 %, respectivamente, indicaba que el fuerte crecimiento de ALP incorporaba un componente importante de desplazamientos financieros en el margen de esta variable. Con todo, en 1993 se asistió a un nuevo episodio de desviaciones importantes entre la demanda prevista de ALP y su evolución efectiva, que puso otra vez de manifiesto la dificultad para interpretar el crecimiento de la liquidez y, en definitiva, la disminución de la calidad y la fiabilidad del contenido informativo de ALP para la toma de decisiones de política monetaria.

La situación económica y monetaria al finalizar 1993 y las previsiones para 1994 apuntaban, por consiguiente, hacia la existencia de un cierto margen para proseguir con el descenso de los tipos de interés a corto plazo, sin comprometer nuevos avances en la tendencia descendente de la inflación ni hacer peligrar la estabilidad del tipo de cambio de la peseta. Sin embargo, los riesgos potenciales que persistían en ambos frentes aconsejaban que este proceso se efectuara de forma cauta, y en línea con otros países europeos. La formulación de los objetivos monetarios para 1994 tuvo en cuenta estos factores, y otros que recomendaban una cierta modificación en el esquema utilizado en años anteriores.

En efecto: la ampliación de las bandas de fluctuación en el SME implicaba que el cumplimiento del compromiso cambiario podría ser compatible con diversos grados de restricción monetaria. Simultáneamente, y como se ha señalado con anterioridad, los problemas de inestabilidad de ALP experimentaron una intensificación en el transcurso de 1993, lo que aconsejaba que el agregado monetario tomara un mayor peso en el diseño de la estrategia monetaria.

En este contexto, la política monetaria para 1994 se planteó como un esquema de transición, en el que el seguimiento de la inflación y la valoración de su trayectoria a medio plazo cobraron una mayor importancia, aunque continuaron apoyándose en una referencia cuantitativa, en términos de ALP. Para esta variable se fijó una banda entre el 3 % y el 7 %, un punto más amplia que en años anteriores. El punto central se correspondía con una previsión de crecimiento nominal del PIB que, a su vez, incorporaba una reducción de la tasa de inflación

de aproximadamente un punto respecto a la cifra de cierre de 1993 (4,9 %).

Las incertidumbres en torno a la evolución de ALP, que aconsejaban la ampliación de la banda, requerían también recurrir a otros indicadores complementarios que permitieran valorar si las condiciones monetarias eran o no las adecuadas para avanzar hacia la reducción de la tasa de inflación. Entre estas variables se citaban el crédito interno al sector privado y los agregados monetarios más estrechos (M1, M2 y M3), dado que podrían aportar información sobre la naturaleza de los movimientos de ALP, y la curva de rendimientos por plazos, como herramienta importante para la valoración de las expectativas inflacionistas.

IV.2.3. La ejecución de la política fiscal

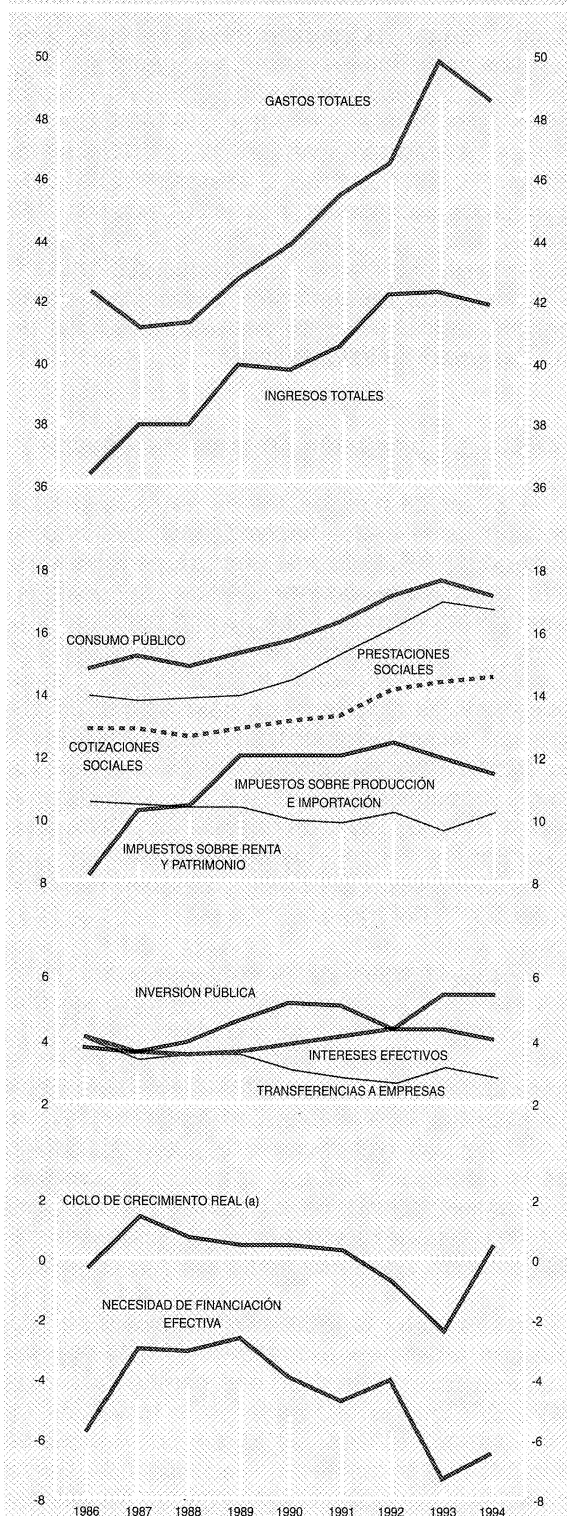
A pesar de que los signos de recuperación económica se fueron haciendo más evidentes a lo largo de 1994, de manera que permitían aspirar a una corrección más intensa del desequilibrio de las cuentas públicas con respecto a lo previsto en los presupuestos, no se observaron cambios en este sentido en la ejecución presupuestaria. El resultado de esta actuación fue que las necesidades de financiación del conjunto de las Administraciones Públicas, según los datos proporcionados por la IGAE, se redujeron ligeramente en 1994, en relación con 1993, para alcanzar los 4,3 billones de pesetas, desde los 4,6 billones del año anterior, situando el déficit en el 6,7 % del PIB.

El mayor esfuerzo de contención del gasto fue realizado por el Estado, que redujo su déficit, en términos de Contabilidad Nacional, en un punto porcentual del PIB, hasta el 5,1 %; en la misma dirección actuaron las Administraciones Territoriales, que limitaron su saldo negativo al 1,1 % del PIB, dos décimas de punto por debajo de la aportación del año anterior. En cambio, las Administraciones de la Seguridad Social tuvieron un comportamiento expansivo, al situar su déficit en el 0,5 % del PIB, frente al 0,1 % de 1993.

Por lo tanto, la reducción del déficit se produjo en un contexto económico en el que los factores cíclicos tuvieron una contribución más favorable que la esperada en la evolución de las cuentas públicas, por lo que hubiera cabido esperar que el objetivo de reducción del déficit se hubiera superado holgadamente. No obstante, cabe señalar que, en el caso del Estado, se ha producido una desviación con respecto a los presupuestos, que se ha concentrado en los ingresos, mientras que el gasto ha crecido un poco menos de lo previsto. En consecuencia, parece que se quiebra la tendencia al aumento

GRÁFICO IV.4

Administraciones Públicas Evolución de las principales variables en porcentajes del PIB



Fuentes: Instituto Nacional de Estadística, Ministerio de Economía y Hacienda, y Banco de España.

(a) Tasa real de crecimiento del PIB menos su media móvil de cinco años centrada.

constante de la participación del gasto público en el PIB, al situarse en el 48,3 %, frente al 49,6 % del año anterior, pero todavía dos puntos porcentuales por encima del nivel de 1992 (gráfico IV.4).

Todos los componentes han contribuido a esta reducción del gasto, pero especialmente el consumo público (con una caída de medio punto porcentual de su participación en el PIB) y los gastos de capital (con una disminución de 0,6 puntos de su peso en el PIB). Por su parte, aunque la presión fiscal aumentó ligeramente (0,3 puntos porcentuales del PIB), los ingresos totales redujeron su participación en el PIB en 0,4 puntos porcentuales, debido a que el resto de partidas redujo su aportación de forma importante (cuadro IV.2).

En cuanto a la evolución de los ingresos, cabe mencionar el incremento del peso de los impuestos indirectos sobre el PIB, que anteriormente habían reducido su aportación, en parte, debido al impacto de la eliminación de fronteras con la UE y, en parte, a otros efectos contables asociados a los impuestos especiales. En concreto, los impuestos indirectos se han situado en el 10,2 % del PIB, recuperando así la cifra alcanzada en 1992, que fue un año excepcional en términos de recaudación. Debe tenerse en cuenta que la comparación con 1993 está sesgada, porque en ese año, con la desaparición de las fronteras intracomunitarias, pasaron a contabilizarse como operaciones interiores las que tenían lugar con países de la Comunidad, lo que redujo la cuantía de las liquidaciones periódicas en el IVA; además, como consecuencia de la orden de 12 de julio de 1993, solo se contabilizaron once meses de ingresos en las liquidaciones de los impuestos sobre alcohol y cerveza. Las cotizaciones sociales aumentaron ligeramente su participación en el PIB, hasta el 14,4 % —tasa que refleja en parte el cambio de criterio introducido en su contabilización—, manteniendo así la tendencia de crecimiento sostenido, a pesar de la relativa contención en el ritmo de crecimiento de los salarios y de la reducción en el número de cotizantes a la Seguridad Social. La vuelta a la normalidad de los beneficios del Banco de España y el retraso en ciertas privatizaciones que se han diferido hasta 1995 por la situación de la bolsa fueron los principales determinantes de la caída en los ingresos públicos. En conjunto, y al menos en el ámbito del Estado, la recaudación por impuestos ha sido superior a la previsión, mientras que el resto de ingresos no ha alcanzado la cifra presupuestada.

Los impuestos ligados a la producción e importación crecieron en 1994 un 12,5 %, en términos nominales, en relación con 1993, debido al considerable aumento experimentado por el

1991, siendo la de este año la menor caída registrada desde entonces.

En cambio, la recaudación por el Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas creció (2,6 % en términos nominales), como consecuencia, entre otros factores, de la ausencia de deflación de la tarifa y de las deducciones. La evolución en el mercado de trabajo, con caídas en el empleo total y una relativa contención salarial, la reducción en los tipos de interés y el desplazamiento del ahorro hacia los fondos de inversión, que han limitado enormemente los ingresos sobre los rendimientos del capital, y el escaso dinamismo de la actividad económica, junto con las modificaciones normativas introducidas, que incidieron negativamente sobre la evolución de los ingresos provenientes de pagos fraccionados, hacían muy difícil de alcanzar el 8 % de incremento previsto en el presupuesto.

Por otra parte, el resto de ingresos (otros ingresos y transferencias corrientes e ingresos de capital) cayó de forma importante (-6,9 %), debido al descenso de los ingresos patrimoniales, que es su principal componente. El retraso de la privatización parcial de Repsol hasta 1995 redujo la cuantía de esta partida por encima de lo inicialmente presupuestado.

Por lo que se refiere al gasto público, la demanda final de bienes y servicios de las Administraciones Públicas ejerció un efecto moderadamente contractivo, al caer en 0,8 puntos porcentuales sobre el PIB en relación con 1993, disminución que contrasta con la expansión continuada que se había venido produciendo en los seis años anteriores. Tal cambio en la evolución fue consecuencia de la caída en las inversiones (-2,6 % en términos nominales) y del ligero aumento en el consumo público en términos nominales (3 %), que, como consecuencia, también redujo su peso en el PIB en medio punto porcentual. Esta contención de la demanda es el elemento donde se refleja principalmente la política adoptada de reducción del déficit, basada en el control del gasto.

Las transferencias corrientes pagadas por las Administraciones Públicas también mostraron una moderada evolución, al crecer solo el 5,1 % en términos nominales, lo que hace disminuir su peso sobre el PIB, hasta el 25,9 %, y detiene el proceso anterior de aumento constante, aunque todavía está 2,2 puntos por encima de la participación alcanzada en 1992. De forma similar a años anteriores, han sido las prestaciones sociales las principales responsables de tal evolución, ya que han visto reducir su peso en el PIB en 0,3 puntos porcentuales. Frente a ello, los intereses efectivos paga-

dos han seguido aumentando su participación, que ya alcanza el 5,3 % del PIB, frente al 3,4 % en 1988. Más que la cuantía del déficit primario —déficit sin carga de intereses— es, sobre todo, su persistencia lo que limita las posibilidades de reducir el gasto por pago de intereses, que alcanza un volumen preocupante, al implicar ya un proceso importante de retroalimentación.

La desaceleración experimentada por las prestaciones sociales, que crecieron solo un 4,3 %, frente al 8,5 % de 1993, refleja en gran medida el conjunto de reformas y modificaciones introducidas en su normativa en los últimos años, que estaban orientadas precisamente a contener el aumento de este gasto. Mientras las pensiones contributivas del sistema de la Seguridad Social han mantenido tasas de crecimiento relativamente elevadas (8,6 %), el gasto en incapacidad laboral transitoria (ILT) y, sobre todo, el que se destina a desempleo a través del INEM han experimentado importantes reducciones (del 2,5 % y del 5,7 %, respectivamente). El nuevo esquema de pago de la ILT, establecido en 1992, que implicó que la prestación pasara a abonarse a partir del decimosexto día de baja en el trabajo, incurriendo la empresa en el pago correspondiente al período que va del cuarto al decimoquinto día, ya implicó una significativa reducción de este gasto en 1993, reducción que se ha repetido en 1994. Tras la desaparición de la prestación por invalidez provisional, y su incorporación a la incapacidad temporal, cabe esperar que esta nueva partida del gasto, producto de la suma de la ILT y la invalidez provisional, vaya reduciendo su peso en el PIB paulatinamente, por la menor duración de esta nueva prestación. Por otra parte, la caída en la tasa neta de cobertura del desempleo (beneficiarios de prestaciones no agrícolas/paro registrado no agrícola), que ha pasado del 82,7 % en 1993 al 68,8 % en 1994, como consecuencia de las medidas legislativas adoptadas en 1992 y 1993, está detrás de la significativa reducción en esta partida del gasto, que se ha visto afectada también por la caída en la cuantía media de la prestación.

En resumen, en 1994 solo se produjo una corrección modesta del abultado desequilibrio producido en 1993, de manera que el déficit de las Administraciones Públicas continuó situado 2,5 puntos por encima del nivel de 1992. Esta reducción se produjo tanto en el componente cíclico del déficit público como en el estructural, pero especialmente en este último, lo que significó un cierto cambio de tendencia en la orientación de la política fiscal. En concreto, el recorte se produjo por el lado del gasto, mientras que los ingresos tuvieron una aportación expansiva.

Administraciones Públicas: cuentas de renta, utilización de renta y capital

	Valores corrientes				Tasas de variación			Porcentajes del PIB			
	1991	1992	1993	1994	1992/ 1991	1993/ 1992	1994/ 1993	1991	1992	1993	1994
Ingresos corrientes	21.745,9	24.359,8	25.104,9	26.260,9	12,02	3,06	4,60	39,6	41,3	41,2	40,7
Impuestos producción e importación	5.400,4	6.017,5	5.837,8	6.569,5	11,43	-2,99	12,53	9,8	10,2	9,6	10,2
Impuestos sobre renta y patrimonio	6.604,4	7.325,5	7.254,9	7.398,6	10,92	-0,96	1,98	12,0	12,4	11,9	11,5
Cotizaciones sociales	7.256,0	8.286,7	8.687,1	9.306,5	14,21	4,83	7,13	13,2	14,0	14,3	14,4
Otros ingresos y transferencias	2.485,2	2.730,1	3.325,1	2.985,5	9,86	21,79	-10,21	4,5	4,6	5,5	4,6
Transferencias corrientes pagadas	12.450,1	13.964,8	15.922,2	16.728,9	12,17	14,02	5,07	22,7	23,7	26,1	25,9
Prestaciones sociales	8.370,4	9.528,0	10.781,2	10.781,2	13,83	8,54	4,25	15,2	16,1	17,0	16,7
Subvenciones de explotación	992,2	1.007,3	1.231,5	1.242,3	1,52	22,26	0,88	1,8	1,7	2,0	1,9
Intereses efectivos pagados	2.159,1	2.478,6	3.197,1	3.421,8	14,80	28,99	7,03	3,9	4,2	5,2	5,3
Otras transferencias corrientes	928,4	950,9	1.152,1	1.283,7	2,43	21,15	11,42	1,7	1,6	1,9	2,0
Renta disponible bruta	9.295,8	10.395,0	9.182,6	9.531,1	11,82	-11,66	3,80	16,9	17,6	15,1	14,8
Consumo público	8.881,9	10.027,3	10.669,0	10.992,0	12,90	6,40	3,03	16,2	17,0	17,5	17,0
Remuneración de asalariados	6.316,9	7.208,8	7.468,8	7.704,5	14,12	3,61	3,16	11,5	12,2	12,3	11,9
Compras netas	1.994,0	2.201,8	2.519,4	2.557,0	10,42	14,42	1,49	3,6	3,7	4,1	4,0
Consumo de capital fijo	571,0	616,6	680,8	730,5	7,98	10,42	7,30	1,0	1,0	1,1	1,1
Ahorro bruto	413,9	367,7	-1.486,4	1.460,9	-11,16	—	-1,72	0,8	0,6	-2,4	-2,3
Ingresos de capital	426,4	465,4	562,8	633,5	9,15	20,93	12,56	0,8	0,8	0,9	1,0
Impuestos sobre el capital	106,6	132,5	156,2	175,8	24,27	17,93	12,54	0,2	0,2	0,3	0,3
Transferencias de capital recibidas	319,8	333,0	406,6	457,7	4,12	22,12	12,57	0,6	0,6	0,7	0,7
Inversión pública	2.706,7	2.465,0	2.574,6	2.506,6	-8,93	4,44	-2,63	4,9	4,2	4,2	3,9
Formación bruta de capital fijo	2.644,5	2.405,0	2.512,1	2.451,5	-9,06	4,45	-2,41	4,8	4,1	4,1	3,8
Adquisición neta de terrenos	62,2	60,0	62,3	55,1	-3,56	3,83	-11,56	0,1	0,1	0,1	0,1
Transferencias de capital entregadas	819,0	841,1	1.066,0	956,8	2,71	26,73	-10,25	1,5	1,4	1,8	1,5
Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación	-2.685,4	-2.473,0	-4.563,9	-4.290,0	-7,91	84,55	-5,99	-4,9	-4,2	-7,5	-6,7
PRO MEMORIA:											
Ingresos totales	22.172,3	24.825,2	25.667,7	26.893,5	11,97	3,39	4,78	40,4	42,1	42,1	41,7
Ingresos fiscales	19.367,3	21.762,2	21.936,0	23.450,4	12,37	0,80	6,90	35,3	36,9	36,0	36,3
Gasto total	24.857,7	27.298,3	30.231,6	31.184,3	9,82	10,75	3,15	45,3	46,3	49,6	48,3
Demanda final	11.588,6	12.492,3	13.243,4	13.498,6	7,80	6,01	1,93	21,1	21,2	21,7	20,9
Transferencias netas	10.464,2	11.742,9	13.256,5	14.242,5	12,22	12,89	7,44	19,1	19,9	21,8	22,1
Impuestos indirectos netos	4.436,5	5.103,7	4.503,3	5.104,8	15,04	-11,76	13,36	8,1	8,6	7,4	7,1
Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación del Estado	-1.267,0	-1.345,5	-3.737,4	-3.304,8	6,19	177,78	-11,57	-2,3	-2,3	-6,1	-5,1

Fuentes: Intervención General de la Administración del Estado y Banco de España.

IVA y, en menor medida, por los impuestos ligados a la producción. El fuerte aumento en la recaudación por IVA (14,3 %) se explica, en parte, por el efecto contable antes descrito, y por el considerable volumen de devoluciones procedentes de la UE, aunque el notable impulso de las importaciones no puede dejar de considerarse como un elemento determinante de esta evolución. Asimismo, las subidas de tipos de gravamen de los impuestos especiales explican que, a pesar de la contención del consumo, la recaudación por impuestos ligados a la producción mantuviera un tono firme, al crecer un 11,5 % en términos nominales, lo que posibilitó que siguiera creciendo su participación en el PIB.

Los impuestos corrientes sobre la renta y el patrimonio experimentaron un crecimiento muy moderado en términos nominales (2 %), consecuencia de un conjunto de factores. Por una parte, las retenciones de capital cayeron de forma significativa en 1994. Asimismo, se produjo una importante reducción en la recaudación del impuesto de sociedades, no solo como consecuencia de los bajos niveles de beneficios en 1993, sino también como resultado de las medidas de estímulo a la inversión y a la contratación adoptadas en el presupuesto; esta reducción, sin embargo, fue inferior a la inicialmente presupuestada. En realidad, la recaudación por esta figura impositiva ha venido cayendo desde

Por su parte, el presupuesto del Estado para 1995 fija su objetivo de déficit de caja no financiero en un 4,6 % del PIB, lo que implica un menor esfuerzo de contención que el realizado en 1994, dada la esperada mejora en el entorno económico. Por ello, la cuantía del déficit del conjunto de las Administraciones Públicas, de un 5,9 % del PIB, tal y como propone el Programa de Convergencia, debería ser una cifra máxima no susceptible de desbordamiento.

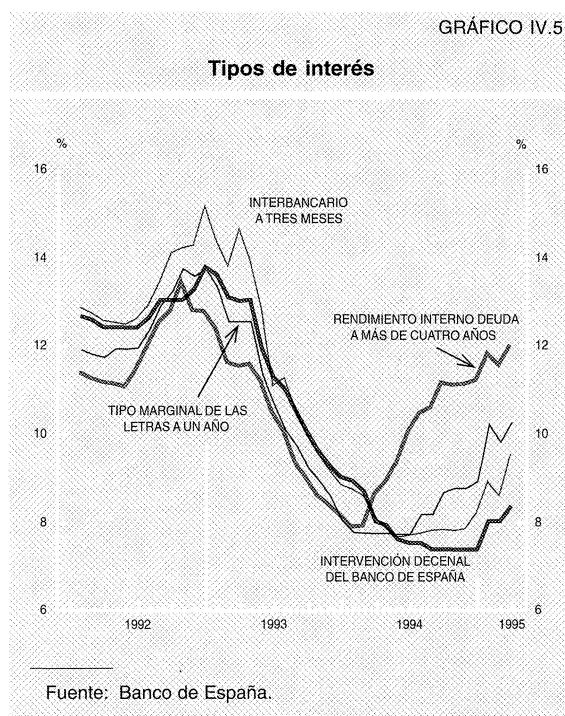
IV.2.4. La ejecución de la política monetaria

Durante 1994, la situación económica evolucionó de forma distinta a como se había previsto en el ejercicio de programación realizado a finales del año anterior. De una parte, a medida que avanzaba el año, en España, como en otros países europeos, el proceso de recuperación de la actividad y del gasto mostraba una intensidad superior a la inicialmente estimada; de otra, la senda de reducción de la inflación era más lenta y menos acusada.

Por lo que se refiere a las condiciones en los mercados financieros, a lo largo de 1994 se produjo una modificación sustancial, que se manifestó inicialmente en los mercados de deuda pública a medio y largo plazo, en los que la tendencia al descenso de los tipos de interés quedó interrumpida desde el mes de febrero, tanto en España como en otros países. Posteriormente, a partir de junio, se reflejó en el mercado interbancario de depósitos, donde los tipos negociados en los plazos más largos también comenzaron a aumentar (gráfico IV.5).

Esta evolución fue común a lo que ocurría en otros países; por tanto, en el diagnóstico de las causas que estaban motivando el repunte de los tipos de interés a largo plazo se asignó inicialmente una gran importancia a factores de tipo externo, vinculados, sobre todo, al aumento de los tipos de intervención de la Reserva Federal. Sin embargo, la persistencia de las tensiones alcistas en los mercados de bonos durante la segunda mitad del año, la incorporación de los tipos a corto plazo a este proceso y, sobre todo, la constatación de que en España el episodio alcista mostraba una intensidad superior a la de otros países, en un marco de empeoramiento de las perspectivas inflacionistas, pusieron de manifiesto la relevancia de factores internos.

Por su parte, el tipo de cambio de la peseta tuvo un comportamiento muy estable durante la primera mitad del año, y muy suavemente descendente en el segundo semestre. Solo en el mes de diciembre se manifestó una intensifica-



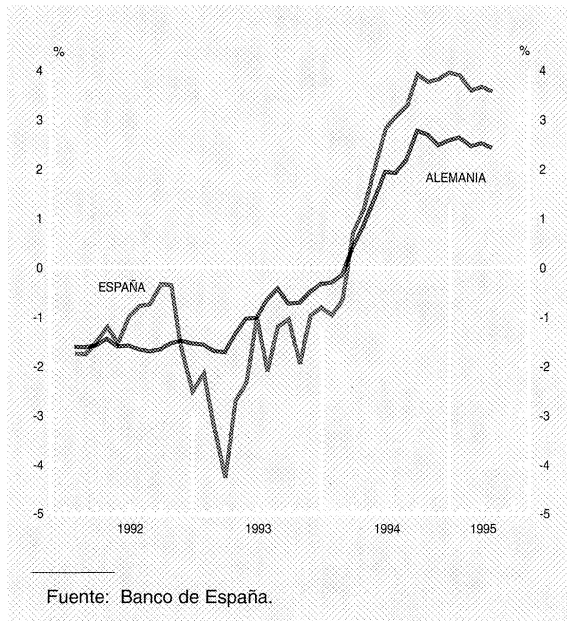
ción de la tendencia depreciatoria, en un marco de aumento general de la tensión en el SME. En consecuencia, el tipo de cambio de la peseta apenas impuso restricciones adicionales a la gestión de la política monetaria en el transcurso de la mayor parte de 1994.

En este contexto general, durante los primeros meses de 1994 continuó el descenso gradual de los tipos de intervención del Banco, aunque la frecuencia e intensidad de los recortes disminuyeron a partir del segundo trimestre, y el proceso quedó interrumpido desde el verano. Desde entonces y hasta finales de año, el tipo de intervención decenal se mantuvo en el 7,35 %, pauta muy similar a la que siguieron los tipos oficiales en Europa.

La evolución de los tipos de interés en los meses iniciales del año suponía la continuación del ajuste de su nivel a las condiciones cíclicas de la economía, tal y como preveía la programación monetaria para 1994. En efecto: la configuración de la curva de rendimientos por plazos al finalizar 1993, que todavía incorporaba una pendiente moderadamente negativa, y el nivel de los tipos de interés reales, que, a pesar de la reducción registrada en la segunda mitad de 1993, en línea con la tendencia seguida en otros países del SME, todavía se situaban por encima del 4 % a corto plazo, parecían indicar la existencia de un margen para que el Banco prosiguiera con cautela el recorte de los tipos de intervención que había emprendido el año anterior. Las previsiones acerca de una modesta recuperación de la actividad, y el análisis de

GRÁFICO IV.6

Diferencial de tipos de interés diez años-un día



los agregados monetarios y crediticios, que, una vez descontadas las perturbaciones financieras que se registraron a lo largo de 1993, mostraban sendas de crecimiento de la liquidez moderadas, reforzaban este argumento.

En los primeros meses de 1994, los avances en el terreno de la inflación fueron reducidos —en abril, la tasa interanual del IPC era igual a la de diciembre de 1993 (4,9 %)—; sin embargo, se percibía una desaceleración en los precios de los servicios y de los bienes industriales, de manera que el crecimiento del índice general se atribuía al impacto de los precios de los alimentos sin elaborar, que, en principio, debía tener carácter temporal (véase capítulo III).

Por otra parte, el crecimiento de los ALP experimentó una considerable desaceleración. En el período enero-abril, la tasa de aumento de este agregado fue del 4,4 %, en un contexto de fuerte reducción de las carteras de valores del Estado a corto plazo en manos del público, que se explicaba como el resultado de un proceso de creciente diversificación entre instrumentos financieros fuera y dentro de ALP. Por su parte, el crédito interno a empresas y familias continuó mostrando ritmos de aumento muy moderados: en este cuatrimestre creció a una tasa del 3,7 %.

De acuerdo con estas consideraciones, el Banco de España redujo el tipo de intervención decenal entre enero y abril en 1,25 puntos porcentuales, desde un nivel del 9 %, con el que

había finalizado 1994, hasta el 7,75 %, a partir de la tercera decena de abril.

En este período, el descenso de los tipos de intervención del Banco de España se transmitió a los mercados monetarios, de manera que las rentabilidades negociadas en el mercado interbancario de depósitos continuaron descendiendo, aunque de forma más acusada en los plazos más cortos. Sin embargo, los tipos de interés de la deuda pública a medio y largo plazo encontraron un nivel de resistencia a la baja a partir del mes de febrero, lo que determinó un cambio en el perfil de la curva de rendimientos por plazos, que desde marzo comenzó a mostrar pendiente positiva a partir del plazo de un año. Al concluir este cuatrimestre, el diferencial entre los tipos a diez años y los tipos a un día era positivo, por importe de un punto, aproximadamente (gráfico IV.6). El diferencial con el tipo de interés del bono alemán al mismo plazo había aumentado ligeramente desde principios de año, desde el 2,4 % hasta el 2,6 %.

A lo largo del segundo cuatrimestre, el Banco de España efectuó nuevos recortes en los tipos de intervención decenal, aunque de menor entidad y de forma mucho más distanciada. En este período, el Banco modificó los tipos de intervención en dos ocasiones: en la segunda decena de mayo, por un importe de 0,25 puntos porcentuales, y a principios de agosto, en una cuantía de 0,15 puntos porcentuales, hasta quedar situado en un nivel del 7,35 %, en el que permanecería hasta finales de año. Otros bancos centrales en Europa, y en particular el Bundesbank, tuvieron un comportamiento similar, mientras se producía una revisión de las perspectivas de crecimiento de los distintos países, en todos ellos al alza.

En este período, los progresos en la reducción de la tasa de inflación continuaron siendo escasos. Al concluir agosto, la tasa interanual del IPC se situaba tan solo una décima por debajo de la correspondiente a diciembre de 1993. Aunque la composición del índice señalaba la existencia de elementos puramente temporales en la resistencia a la baja de la inflación —el efecto de los precios de los alimentos continuaba siendo importante—, la intensidad de la recuperación permitía prever mayores obstáculos futuros para la contención de los precios.

Por su parte, los agregados monetarios, y en particular ALP, experimentaron una brusca aceleración a lo largo de este segundo cuatrimestre, con una tasa de crecimiento del 9,6 %, y generalizada a todos sus componentes. En cambio, el crédito interno a empresas y familias solo mostró una ligera recuperación, con un crecimiento en este período del 3,8 %.

En los mercados financieros prosiguió, durante todo el cuatrimestre, el aumento de los tipos de interés de la deuda pública a medio y largo plazo; alzas que comenzaron a producirse en el mercado interbancario de depósitos a partir de junio. Esta fecha marca el fin del proceso descendente que venían siguiendo los tipos de interés a corto plazo, y el inicio de una fase en la que la curva de rendimientos pasaría a tener pendiente positiva para todos los plazos. Al finalizar el cuatrimestre, el diferencial entre el tipo de interés de la deuda pública a diez años y el tipo a un día era ya de algo más de tres puntos, y el diferencial con el bono alemán al mismo plazo, prácticamente igual al del período inmediatamente anterior a la ampliación de las bandas: 3,6 %. Al propio tiempo, a lo largo del período se apreció un suave deslizamiento a la baja del tipo de cambio de la peseta.

A lo largo de los últimos meses del año, el Banco de España mantuvo constante el tipo de intervención decenal, en un marco en el que la mayoría de los bancos centrales europeos tampoco movieron los tipos de interés, y en algunos casos, instrumentaron ligeros aumentos.

En este período, el índice de precios de consumo experimentó la mayor reducción del año —cuatro décimas, en términos de la tasa interanual—; no obstante, a medida que avanzaba el cuatrimestre, las perspectivas sobre el curso futuro de la inflación recogían riesgos significativos. El fortalecimiento de la recuperación cíclica y el aumento del IVA y de otros impuestos especiales a principios de 1995 podían frenar el descenso de la tasa de inflación.

Por su parte, las condiciones monetarias en este período se caracterizaron por el notable crecimiento de la liquidez, que se materializó en una nueva aceleración de la tasa de avance de ALP (10,5 % en el cuatrimestre), y determinó un cierre del año con una tasa interanual del 8,2 %, más de un punto por encima del límite superior de la banda de referencia fijada para el conjunto de 1994.

Además, en diciembre se registró un nuevo aumento de la pendiente positiva de la curva de rendimientos, tras un breve período de estabilidad. Al finalizar el año, el diferencial entre el tipo de interés de la deuda pública a diez años y el del depósito a un día se elevaba hasta el 3,9 %, y el diferencial con el bono alemán ascendía también al 3,9 %. Por su parte, el tipo de cambio de la peseta experimentó un nuevo deslizamiento a la baja, hasta encontrarse depreciado, al concluir el año, un 6,4 % respecto a su paridad central con el marco.

Este deterioro en las condiciones monetarias y financieras al finalizar 1994 se asociaba a las dificultades a las que podía enfrentarse el proceso de reducción de la tasa de inflación, en el marco de recuperación económica estimada para 1995 y de escaso avance en la consolidación fiscal, tal y como parecían anticipar los Presupuestos Generales del Estado para este mismo año. En este contexto, y bajo el marco institucional que proporcionaba la nueva Ley de Autonomía del Banco de España, aprobada en junio de 1994, se fijaron los objetivos de la política monetaria para 1995 y se establecieron las directrices para la toma de decisiones del Banco de España.

En cuanto al primer punto, el Banco planteó, tras el año de transición que había supuesto 1994, la sustitución del esquema de política monetaria basado en el seguimiento de objetivos intermedios —formulados en términos de un agregado monetario amplio— por un esquema de seguimiento directo de la variable final —la tasa de inflación—, sobre la cual el Banco define objetivos precisos.

Este cambio constituye la culminación de un proceso en el que el seguimiento de los objetivos intermedios había experimentado una considerable flexibilización, ante las perturbaciones crecientes de los agregados monetarios; las razones por las cuales este esquema se ha abandonado definitivamente en 1995 se han explicado en el recuadro IV.1. Con todo, conviene destacar aquí las ventajas de un procedimiento a través del cual el Banco vincula la variable sobre la que define sus objetivos al objetivo estatutario de la política monetaria, y permite reforzar la transparencia de las acciones del banco central.

En la presentación de los objetivos monetarios para 1995 se plantea de forma precisa el papel que desempeñará la inflación como variable determinante para la toma de decisiones de la política monetaria. En concreto, esta se orientará hacia la consecución de la estabilidad de precios, objetivo que se pretende conseguir en un horizonte temporal de medio plazo —tres años—, y que se define en términos del índice de precios de consumo, cuya tasa interanual deberá situarse por debajo del 3 %, de forma estable, durante 1997. Simultáneamente, se reconoce que la estabilidad del tipo de cambio es un elemento crucial para la consecución de dicho objetivo. En este marco, el compromiso de la política monetaria con el mecanismo cambiario del SME debe verse como el resultado de un conjunto coherente de políticas económicas orientadas hacia la convergencia con las economías europeas más estables.

La definición del objetivo final de la política monetaria en estos términos no incorpora, al contrario que en otros países, una senda específica de descenso gradual de la tasa de inflación (recuadro IV.2). En el momento de la definición de los objetivos, esto respondía, en parte, a la dificultad para conocer anticipadamente el impacto de la subida de los impuestos indirectos a principios de 1995, y, más fundamentalmente, al reconocimiento de que la acción de la política monetaria no puede orientarse hacia el corto plazo. No obstante, y con el fin de proporcionar a los agentes una referencia sobre el curso de la inflación que el Banco juzga apropiado, se ha anunciado que, a principios de 1996, una vez que el alza del IVA y de otros impuestos especiales quede plenamente absorbido, el ritmo interanual de crecimiento del IPC debería encontrarse situado entre el 3,5 % y el 4 %, tasa que se considera compatible con el cumplimiento del objetivo a medio plazo.

Simultáneamente a la definición de estos objetivos, el Banco se comprometió a vincular las decisiones de la política monetaria a los movimientos tendenciales de la inflación que supongan una desviación persistente de la senda necesaria para alcanzar el objetivo a medio plazo. Los indicadores que se utilizarán para valorar las tendencias inflacionistas y la adecuación de las condiciones monetarias a la reducción de la inflación se recogen en el recuadro I.3. Entre ellos, debe señalarse el carácter de indicador privilegiado que se continúa asignando a los agregados monetarios.

Durante la parte transcurrida de 1995, el Banco de España ha aumentado progresivamente el grado de restricción monetaria. Esta tendencia responde al impacto previsto de la subida del IVA a principios del año, al comportamiento de los precios industriales en los últimos meses de 1994 y a la aparición de nuevos riesgos inflacionistas derivados de la depreciación acumulada por el tipo de cambio de la peseta en los primeros meses de 1995, que han configurado un panorama incierto acerca de la evolución de la inflación.

Por otra parte, durante los primeros meses del año ha persistido la inestabilidad en los mercados monetarios y financieros españoles, en un contexto internacional también muy volátil, al que se añade la aparición de episodios recurrentes de incertidumbre acerca del curso futuro de los acontecimientos políticos. En este período, la peseta se devaluó un 7 % y se ha depreciado de forma significativa frente al marco alemán, aunque la depreciación frente al conjunto de monedas de los países desarrollados ha sido de magnitud mucho menor, y los ALP continuaron registrando altos ritmos de crecimiento.

El Banco elevó sus tipos decenales de intervención en dos ocasiones: el 4 de enero y el 14 de marzo, por un importe acumulado de 1,15 puntos porcentuales, hasta quedar situado en el 8,5 %. En el contexto de incertidumbre existente, la curva de rendimientos por plazos, hasta finales de marzo, experimentó sucesivos aumentos en su nivel y apenas modificó su pendiente positiva, al tiempo que se ampliaban los diferenciales de tipos con otros países. El del bono a 10 años llegó a situarse más de cinco puntos por encima del correspondiente alemán. Solo al concluir la primera decena de abril se observó una disminución en el nivel de la curva y una ligera reducción en su pendiente, lo que estuvo propiciado, en parte, por la reducción de los tipos oficiales del Bundesbank el 30 de marzo.

IV.3. LOS AGREGADOS MONETARIOS Y LOS MERCADOS FINANCIEROS

IV.3.1. Los agregados monetarios y crediticios

El crecimiento de ALP a lo largo de 1994 alcanzó, como ya se ha referido, el 8,2 %, poco más de un punto por encima del límite superior de la banda de referencia definida para dicho año, entre el 3 % y el 7 %. La desviación respecto de esta banda está explicada, en gran medida, por un comportamiento de las variables determinantes de ALP distinto del supuesto en la programación monetaria. Por una parte, el crecimiento del PIB nominal fue muy superior al previsto. Este impacto expansivo sobre la demanda de ALP se vio solo parcialmente compensado por el efecto contractivo de la evolución de los tipos de interés: en relación con las hipótesis de la programación monetaria, los tipos de interés de los activos incluidos en ALP y de los activos alternativos registraron descensos y aumentos, respectivamente, superiores a los inicialmente supuestos.

En el gráfico IV.7 se recoge la contribución al crecimiento interanual de ALP de cada uno de los factores explicativos de su demanda. Según se observa, la expansión de ALP en 1994 estuvo impulsada, a diferencia de lo que ocurrió en 1993, por el aumento del gasto nominal. La aceleración registrada por el agregado monetario a lo largo del año (cuadro IV.3) está asociada a la recuperación gradual del gasto nominal, que pasó de crecer un 4,6 % a finales de 1993 a registrar una tasa del 7,2 % en el último trimestre de 1994; dicha recuperación se descompone en una tasa de inflación del 4,4 % (0,4 puntos inferior a la de 1993) y en un aumento del PIB real del 2,8 %. Por el contrario,

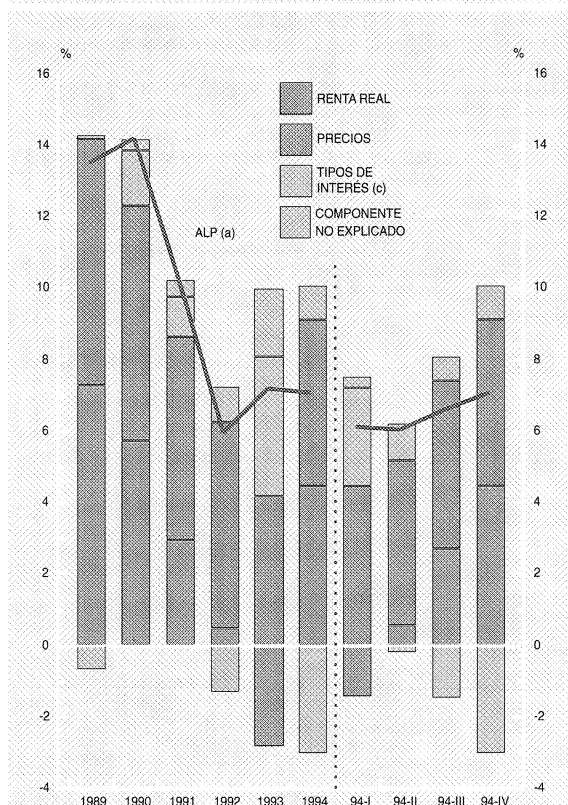
Países con objetivos directos de inflación

En los últimos años, las políticas monetarias de la mayor parte de los países industriales han mostrado un grado de compromiso creciente con el objetivo antiinflacionista. Así lo ponen de manifiesto los objetivos de inflación contenidos en las estrategias monetarias de bastantes países, en algunos casos de manera implícita y, en otros, con una formulación más precisa. Con el fin de destacar la prioridad de tal objetivo, ciertos países —Nueva Zelanda, Canadá, Reino Unido, Suecia y Finlandia—, cuyo rasgo común más sobresaliente es el régimen de flexibilidad elevada del tipo de cambio, han rediseñado sus estrategias de política monetaria, que ahora se orientan de forma directa a la consecución del objetivo último de inflación. El objetivo numérico se anuncia públicamente y la estrategia se estructura a partir del seguimiento continuo de un conjunto amplio de indicadores; se recurre, de forma paralela, a una serie de mecanismos institucionales para potenciar la transparencia y credibilidad de la política monetaria, y se procura aumentar su efectividad con el apoyo de planes de consolidación fiscal y programas de reformas económicas de carácter estructural. En el cuadro adjunto se exponen, a partir de las experiencias de estos países, algunos rasgos básicos de las estrategias directas con objetivos de inflación, así como los resultados obtenidos hasta la fecha.

ASPECTOS TÉCNICOS					
	NUEVA ZELANDA	CANADÁ	REINO UNIDO	SUECIA	FINLANDIA
FECHA DEL PRIMER ANUNCIO DE OBJETIVOS DE INFLACIÓN Y CALENDARIO DE CUMPLIMIENTO	Marzo 1990. Diciembre de 1992: 0 %-2 % (en DIC/90, el objetivo se trasladó a DIC/93). En adelante: mismo rango.	Febrero 1991. * Finales de 1992: 2%-4%. * Mediados de 1994: 1,5%-3,5 %. * Finales de 1995: 1%-3%. Hasta 1998: mismo rango.	Octubre 1992. 1996-1997, en el fin de la presente legislatura: 1 %-4 % (intención de situarse en la mitad inferior del rango).	Enero 1993. A partir de 1995: 1 %-3 %.	Febrero 1993. 1995: alrededor del 2 %.
ÍNDICE DE PRECIOS OBJETIVO	Índice de precios de consumo.	Índice de precios de consumo.	Índice de precios de consumo excluyendo costes hipotecarios.	Índice de precios de consumo.	Índice de precios de consumo, excluyendo los costes hipotecarios, el precio de la vivienda, impuestos indirectos y los subsidios.
ÍNDICES OPERATIVOS INTERNOS	IPC, excluyendo los precios del petróleo, los costes crediticios y los impuestos indirectos.	IPC, excluyendo los precios de los alimentos y de la energía.	IPC, excluyendo los costes hipotecarios, los impuestos indirectos y las tasas de las autoridades locales.	IPC, excluyendo los impuestos indirectos y los subsidios.	IPC, excluyendo los impuestos indirectos y los subsidios.
DESVIACIONES RESPECTO AL OBJETIVO ADMITIDAS: Perturbaciones que, cuando son de entidad significativa y, según se determina <i>a priori</i> , justifican las desviaciones	*Modificaciones del IVA y de otros impuestos. *Cambios, vía tipos de interés, en los costes hipotecarios. *Cambios en la relación real de intercambio. *Desastres naturales.	*Cambios en impuestos indirectos. *Cambios —por variaciones en el precio del petróleo— en la relación real de intercambio y desastres naturales pueden justificar, incluso, una modificación del objetivo.	No se determinan <i>a priori</i> .	*Cambios en impuestos indirectos y subsidios. *Cambios bruscos e intensos en la relación real de intercambio.	*Las perturbaciones que en otros países suelen justificar las desviaciones no afectan al índice objetivo, por su propia definición.
ASPECTOS INSTITUCIONALES					
Banco central					
OBJETIVO ESTATUTARIO	Estabilidad de precios	Regular crédito y dinero, proteger el valor externo de la moneda y mitigar fluctuaciones en empleo, producción y precios.	Sin referencias explícitas.	Sin referencias explícitas.	Mantener un sistema monetario seguro y estable, y facilitar la circulación del dinero.
AUTONOMÍA	Independencia formal, sujeta al cumplimiento de los objetivos de inflación; el Gobierno mantiene ciertas prerrogativas. Dependencia económica del Gobierno.	Independencia efectiva, no estatutaria, sujeta a ciertas prerrogativas del Ministro de Finanzas.	Subordinación al Ministerio de Finanzas.	Independencia estatutaria y subordinación al Parlamento.	Independencia legal y económica del Gobierno. Subordinación al Parlamento.
Reparto de funciones entre las instituciones					
POLÍTICA CAMBIARIA: *Elección del régimen cambiario	*Gobierno.	*Gobierno.	*Gobierno, tras consulta con Banco Central.	*Banco Central, tras consulta con Gobierno.	*Gobierno, sobre propuesta del Banco Central.
*Ejecución	*Banco Central y Gobierno.	*Banco Central, agente y asesor del Ministro de Finanzas.	*Banco Central.	*Banco Central.	*Banco Central.
POLÍTICA MONETARIA	*Gobierno: determinación de objetivos (en discusión con el Gobernador del Banco Central). *Ministro de Finanzas: capacidad para dictar instrucciones al Gobernador (válidas por un año). *Banco Central: instrumentación.	*Banco Central: Gobernador responsable último de la política monetaria. *Ministro de Finanzas: capacidad para dictar instrucciones al Gobernador (por escrito). No utilizada. *Banco Central: instrumentación.	*Gobierno: determinación de objetivo de inflación y bandas de referencia de agregados monetarios. *Gobierno y Banco Central: tipos de interés oficiales. *Ministro de Finanzas: capacidad para dictar instrucciones al Gobernador, excepcionalmente. *Banco Central: instrumentación, dentro de las líneas acordadas con el Gobierno.	*Banco Central: formulación (tras consulta con el Gobierno) e instrumentación.	*Banco Central: — Consejo: determinación de objetivos de inflación y bandas de referencia de agregados monetarios. — Consejo Supervisor Parlamentario: tipos de interés oficiales.
SUPERVISIÓN BANCARIA	Banco Central.	Agencia independiente.	Banco Central.	Agencia independiente.	Agencia independiente.
RESULTADOS EN INFLACIÓN (IPC)					
ANTERIOR a la estrategia (tasa media de los dos años anteriores)	5,9	6,3	5,7	5,8	3,5
Fecha del ANUNCIO (T _{1,12})	7,3 (MAR/90)	6,2 (FEB/91)	3,5 (OCT/92)	4,7 (ENE/93)	2,9 (FEB/93)
MÍNIMO POSTERIOR (T _{1,12})	0,8 (DIC/91)	-0,2 (MAY/94)	1,3 (JUN/93)	1,7 (ENE/94)	0,2 (ABR/94)
ÚLTIMO dato (T _{1,12}):	3,5 (MAR/95)	2,5 (ABR/95)	3,3 (ABR/95)	3,3 (ABR/95)	1,6 (ABR/95)

GRÁFICO IV.7

Contribuciones al crecimiento interanual de ALP (a) (b)



Fuente: Banco de España.

(a) Incluye pagarés de empresa y deuda especial, para evitar las rupturas de la serie debidas a la restricción crediticia en 1989 y 1990, y al proceso de regularización fiscal de finales de 1991 y comienzos de 1992.

(b) Para los datos anuales se representa el crecimiento interanual medido en el cuarto trimestre.

(c) Efecto conjunto de los tipos propio, alternativo y exteriores.

la evolución de los tipos de interés tuvo un efecto neto contractivo sobre la demanda de ALP, como resultado, básicamente, del aumento de los tipos de interés de la deuda pública —tipo alternativo de ALP— y de la disminución de los tipos de los activos financieros incluidos en el agregado —tipo propio de ALP—.

Una parte residual del crecimiento de la liquidez a lo largo de 1994 —de mayor cuantía en el período final del año— quedó sin explicar, por sus variables determinantes. Este hecho podría deberse a la persistencia, durante ese período, de fuertes expectativas de aumento de los tipos de interés a largo plazo, que llevaron a los agentes a aumentar sus posiciones líquidas. Así, en la primera mitad del año, según ascendía la rentabilidad de la deuda pública a medio y largo plazo, el sector privado no financiero residente adquirió un volumen importante de

dichos activos (la cartera en firme de deuda pública a medio y largo plazo se incrementó en más de un billón en el primer semestre), en la creencia de que este proceso podría ser transitorio. Por el contrario, en la segunda mitad del año, aunque la rentabilidad de la deuda pública a largo plazo siguió aumentando —a ritmos incluso mayores—, las tenencias de dichos activos solo se incrementaron en 200 mm, ante la constatación de las considerables pérdidas acumuladas en las carteras a largo plazo y la incertidumbre acerca del fin del proceso alcista de los tipos de interés.

Por componentes, la expansión de ALP refleja el crecimiento de los depósitos de las cajas de ahorros y de la banca, que aportaron 3,4 y 0,7 puntos, respectivamente, de los valores del Estado (2,6 puntos) y del efectivo en manos del público (1,1 puntos). De esta forma, la estructura de ALP no se vio alterada significativamente respecto a años anteriores; la participación de estos componentes continuó en torno al 60 %, 20 % y 10 %, respectivamente. Sin embargo, al contrario de lo que ocurrió en 1993, se produjo una evolución muy similar de los depósitos según su naturaleza. Así, mientras que entonces los depósitos a plazo habían registrado tasas de crecimiento mucho más elevadas que las de los depósitos a la vista y de ahorro, en 1994 la expansión de los tres tipos de instrumentos se situó en torno al 6,5 %.

La evolución de los depósitos por instituciones fue muy dispar, con un crecimiento en las cajas del 11 %, mientras que en la banca solo alcanzó el 2,3 %. Este comportamiento se debe, básicamente, a la evolución de los fondos de inversión, que afecta en mayor medida a los bancos, ya que son los que con mayor intensidad comercializan fondos (un 62 %, frente a un 29 % de las cajas de ahorros). En la primera mitad de 1994, los depósitos de los bancos registraron tasas muy bajas, reflejo del crecimiento de los fondos. Por el contrario, en la segunda mitad del año, y como consecuencia de las crisis en los mercados de bonos, se produjo una caída en los fondos de inversión mobiliaria (FIM) y un desplazamiento hacia otros activos (depósitos y, en menor medida, fondos de inversión a corto plazo). En este período, los depósitos de la banca crecieron a ritmos superiores.

Los valores del Estado en poder del sector privado residente aumentaron 1.650 mm durante 1994, como resultado de los incrementos de las tenencias de letras del Tesoro (950 mm) y de deuda pública a medio y largo adquirida temporalmente (700 mm). La evolución de estos dos instrumentos, muy desigual a lo largo del año, estuvo condicionada, fundamental-

Agregados monetarios y componentes de ALP

%

	DIC 93/ DIC 92	DIC 94/ DIC 93	1994 (a)				1995
			I TR	II TR	III TR	IV TR	I TR
M1	4,1	8,1	10,9	9,6	8,1	5,0	3,0
M2	5,0	7,5	8,8	7,9	6,8	7,2	1,0
M3	8,3	8,2	6,6	6,9	8,8	10,4	10,7
ALP	8,6	8,2	4,1	8,4	9,7	10,6	11,8
Componentes de ALP							
Depósitos	10,1	6,8	7,8	6,1	6,2	7,3	9,5
<i>De bancos</i>	7,4	2,3	-7,9	0,9	6,9	10,0	17,9
<i>De cajas</i>	12,9	11,3	25,0	11,0	5,5	5,0	2,4
Valores del Estado	1.168,0	1.652,0	-225,0	332,0	506,0	1.039,0	831,0
(series originales) (b)							
<i>Ceriones temporales</i>							
<i>de deuda pública a medio</i>							
<i>y largo plazo</i>	814	699	307	354	-117	155	556
<i>Letras del Tesoro</i>	354	953	-532	-22	623	884	275
Efectivo	7,8	10,3	11,8	13,3	11,3	7,0	10,8
Resto (b) (c) (serie original)	-184,0	208,0	-78,0	117,0	118,0	51,0	-44

Fuente: Banco de España.

(a) Tasas intertrimestrales anualizadas (T_3).

(b) Variaciones en miles de millones de pesetas.

(c) Empréstitos, valores de otras Administraciones Públicas, transferencias de activos, pagarés del Tesoro (cuyo saldo es nulo desde julio de 1993), operaciones de seguro, resto de depósitos y diferencias entre ajuste estacional agregado y por componentes.

mente, por la política de financiación del déficit público y por las expectativas sobre tipos de interés existentes en los mercados (véase epígrafe siguiente). Así, mientras que en el primer semestre del año las emisiones netas de letras del Tesoro fueron negativas, con el consiguiente descenso de los saldos mantenidos por el público en 554 mm, en la segunda mitad del año se registraron emisiones netas positivas y aumentos de las tenencias de letras del Tesoro por parte del público (1.507 mm). Por el contrario, la financiación del Estado obtenida a través de la emisión de deuda a medio y largo plazo se concentró principalmente en el primer trimestre del año, con una cierta recuperación en el último trimestre, originando aumentos de las cesiones de estos títulos al sector privado de 660 mm en el primer semestre y de 40 mm en la segunda mitad del año (cuadro IV.3).

Por último, el efectivo en manos del público creció un 10 % en 1994, siguiendo una pauta bastante regular a lo largo del año, aunque con ritmos de crecimiento ligeramente superiores a los del año anterior.

Los agregados monetarios más estrechos mostraron una expansión muy similar entre sí y con el agregado amplio, ALP, dada la evolución de los depósitos por naturaleza, descrita anteriormente, y la tendencia tan parecida que si-

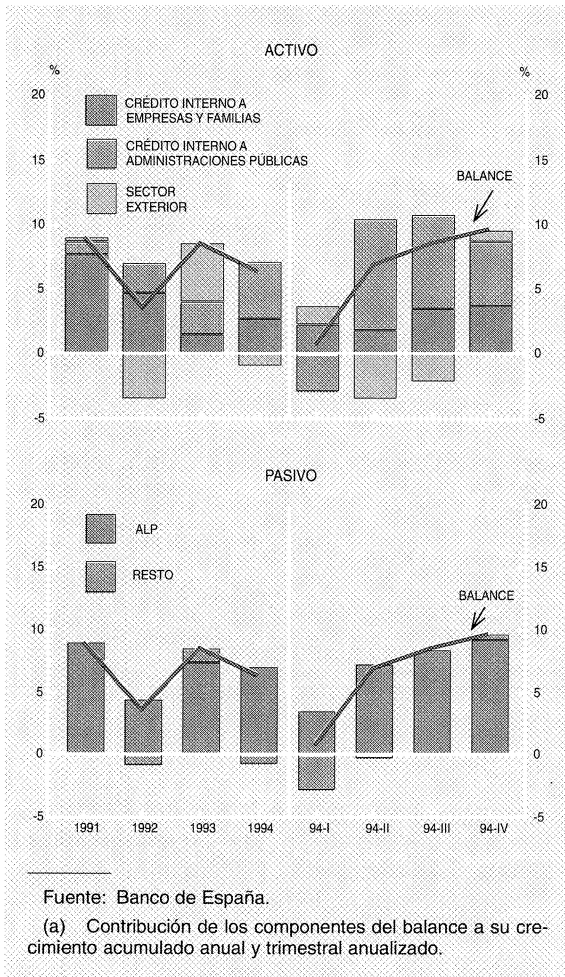
guieron las tenencias de letras del Tesoro en firme y las adquisiciones temporales de valores públicos. Los crecimientos registrados por M1, M2 y M3 durante 1994 fueron del 8,1 %, 7,5 % y 8,2 %, respectivamente.

El balance consolidado del sistema crediticio creció en 1994 un 6,3 %, frente a un 8,5 % del año anterior. Por el lado del pasivo, esta expansión está prácticamente explicada por la evolución de ALP (siete puntos), y, por el lado del activo, el crédito concedido a las Administraciones Públicas por el sistema crediticio fue, de nuevo, la partida que más contribuyó a su crecimiento. El crédito otorgado al sector privado aumentó moderadamente su aportación respecto al año anterior, mientras que la posición neta del sistema crediticio frente al exterior disminuyó drásticamente (gráfico IV.8).

El crédito interno concedido a las Administraciones Públicas se aceleró respecto al año anterior, registrándose un crecimiento del 16 % en 1994, frente a un 9,4 % en 1993. Sin embargo, esta variación no refleja un aumento de las necesidades de financiación, sino, más bien, cambios en los instrumentos de cobertura de las mismas. En efecto: si, además de los instrumentos que integran el crédito interno, se consideran las tenencias en firme de deuda pública a medio y largo plazo por parte del público y la

GRÁFICO IV.8

Estructura del balance consolidado del sistema crediticio (a)



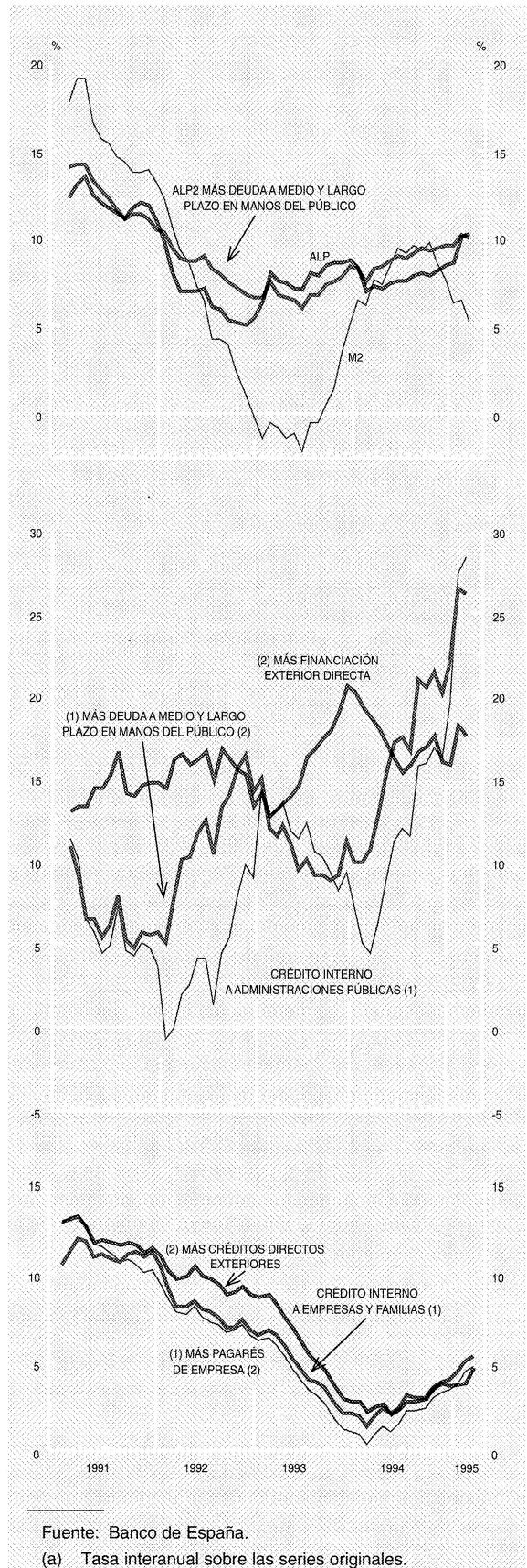
financiación exterior, el conjunto de los recursos recibidos por el sector público aumentó, en 1994, un 16 % (frente a un 21 % en 1993) (gráfico IV.9). Estas últimas cifras recogen tanto la ligera moderación que tuvo lugar en el crecimiento de las necesidades de financiación de las Administraciones Públicas como la sustitución que se produjo, en términos relativos, de financiación externa por la obtenida del sector privado residente.

El crédito interno concedido a empresas no financieras y familias mostró, a lo largo de 1994, una ligera recuperación, alcanzando a final de año un crecimiento del 4 %, frente a un 2 % en 1993. La misma tendencia se observa si se considera la financiación obtenida a través de los pagarés de empresa y los créditos directos exteriores, que tan solo aumentaron en 270 mm (gráfico IV.9).

Esta expansión del crédito interno al sector privado residente responde a la recuperación

GRÁFICO IV.9

Agregados monetarios y crediticios: T1,12 (a)



de la demanda nacional privada, especialmente en la segunda mitad del año, y al descenso de los tipos activos bancarios, en 1,5 puntos porcentuales. Por finalidades, el crédito destinado a actividades productivas siguió cayendo, aunque a tasas inferiores a las registradas en 1993, mientras que el crédito otorgado a personas físicas registró un dinamismo mayor, principalmente el destinado a la adquisición de vivienda.

La contribución negativa del sector exterior al crecimiento del balance del sistema crediticio se debió, básicamente, a la disminución de la posición acreedora de las entidades de crédito en 550 mm. Este descenso se concentró en la posición en moneda extranjera de las entidades (700 mm), mientras que la posición neta en pesetas aumentó en 200 mm. Por su parte, el efecto monetario de la variación de reservas tuvo una aportación casi nula al crecimiento del balance. Ambos comportamientos deben enmarcarse en el contexto de relativa normalidad que registraron los mercados de divisas durante la mayor parte del año, y contrastan con la evolución opuesta seguida en el año anterior.

A lo largo del primer trimestre de 1995, ALP continuó mostrando altos ritmos de crecimiento (11,4 %, frente a un 10,6 % en el trimestre anterior). Esta expansión del agregado monetario estuvo impulsada, por el lado de la demanda, por una contribución de las variables determinantes similar a la que se observó a finales de 1994: una aportación muy significativa del gasto nominal y una contribución negativa de los tipos de interés, como consecuencia de las elevaciones que ha registrado el tipo de interés alternativo de ALP, tanto en este período como a lo largo de 1994. Al igual que en 1994, una parte residual del crecimiento de ALP podría estar asociada a la incertidumbre que persiste en los mercados sobre la evolución futura de los tipos de interés a largo plazo, y que podría estar determinando desplazamientos hacia ALP no explicados por el resto de los factores.

Los componentes que más han contribuido al crecimiento del agregado monetario son los depósitos de la banca y los valores del Estado, mientras que los depósitos de las cajas han experimentado una desaceleración respecto a trimestres anteriores.

Por el lado de las contrapartidas, el crédito interno a las Administraciones Públicas mostraba, a finales de marzo, un crecimiento interanual del 28 %, que refleja la continuación del proceso de sustitución de la cobertura externa de las necesidades de financiación por instrumentos incluidos en la definición del crédito interno, en línea con lo ocurrido en 1994. En este

mismo período, el crédito interno a empresas y familias mostró una aceleración respecto a los trimestres anteriores, con un crecimiento trimestral del 7 % asociado a la recuperación de la demanda nacional privada.

IV.3.2. Los mercados monetarios y de valores

El desarrollo de los mercados financieros españoles durante 1994 estuvo marcado, lógicamente, por la tendencia al alza de los tipos de interés a medio y largo plazo, y por la disminución operada, en los primeros meses del año, de los tipos de interés a corto plazo. Ambos factores han provocado un cambio drástico en la configuración de la curva de rendimientos, que ha pasado de tener una inclinación moderadamente descendente en diciembre de 1993 a una pendiente fuertemente positiva en marzo de 1995 (gráfico IV.10).

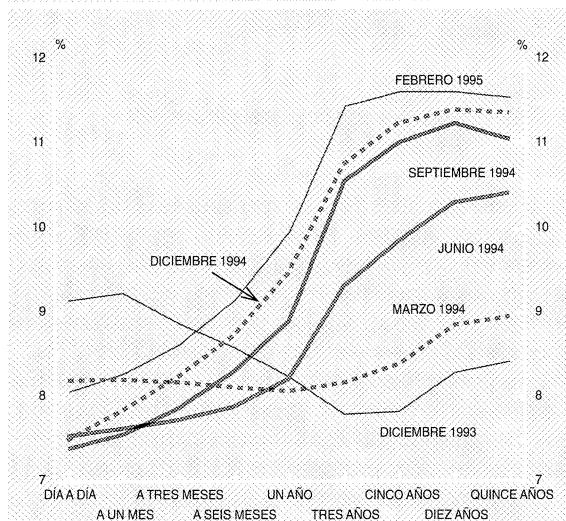
Esta evolución de los tipos de interés no favoreció la actividad en el mercado primario de valores a medio y largo plazo, a diferencia de lo ocurrido el año pasado, aunque impulsó, si bien en menor medida que en 1993, la negociación en los mercados secundarios, especialmente en el de instrumentos derivados. Se observó un descenso de la demanda de valores a largo plazo —especialmente, entre inversores no residentes y fondos de inversión— y, a partir de un determinado momento, un cierto desplazamiento hacia títulos a corto plazo.

Los mercados monetarios, por su parte, evolucionaron, a lo largo de 1994, en estrecha relación con los movimientos de los tipos de intervención (véase gráfico IV.5); a partir del primer trimestre, sin embargo, los plazos más largos se vieron progresivamente afectados por los desarrollos en los mercados de capitales. El perfil de la evolución de los tipos de intervención del Banco de España se transmitió plenamente al mercado interbancario de depósitos en los plazos más cortos, mientras que en los plazos más largos —entre seis y doce meses— recogieron, a partir de mayo, las tensiones de los mercados de capitales. A partir de diciembre de 1994 se apreció un repunte adicional en los plazos superiores al mes, derivado de las turbulencias en los mercados cambiarios. A lo largo de los meses transcurridos de 1995, los tipos negociados en el mercado interbancario de depósitos aumentaron 130 y 90 puntos básicos para los plazos de un mes y un año, respectivamente.

En las operaciones de intervención, la tónica dominante a lo largo de la primera mitad del año 1994 —coincidiendo con el período de re-

GRÁFICO IV.10

Curva de rendimientos por plazos (a)

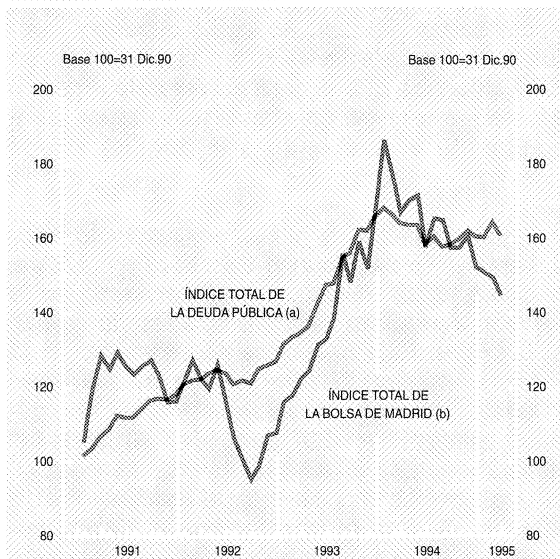


Fuente: Banco de España.

(a) Para las operaciones inferiores a tres años, la información proviene del Mercado Interbancario de Depósitos; para los plazos más largos, proviene de operaciones a vencimiento con valores del Estado.

GRÁFICO IV.11

Evolución de la rentabilidad en los mercados de valores



Fuente: Banco de España.

(a) Incluye variaciones de precios y tipos de interés.
(b) Incluye variaciones de cotizaciones y dividendos.

cortes de los tipos oficiales— fue de relativa holgura de la liquidez, que dio lugar, con más frecuencia de lo habitual, a operaciones de drenaje a tipos no excesivamente penalizadores —entre 5 y 15 puntos básicos por debajo de las de inyección de liquidez—. Durante el resto del año, en un contexto de estabilidad del grado de restricción monetaria, el Banco de España concedió volúmenes más ajustados e, incluso, a finales de año, prorrateó algunas de las subastas decenales, lo que ocasionó ligeras tensiones en los tipos a más corto plazo del interbancario.

Como resultado de ello, la negociación en el mercado de depósitos descendió progresivamente, desde niveles medios de 1.800 mm diarios de enero a los 1.400 mm de diciembre. La negociación siguió concentrándose en el plazo de un día, aunque se registraron ciertos avances en los plazos entre seis y doce meses a finales de año.

En cuanto a los aspectos instrumentales de la política monetaria, hay que destacar que, durante 1994, se introdujeron diversas mejoras tendentes a incrementar la flexibilidad y la liquidez de las operaciones interbancarias y a favorecer una evolución más suave de los tipos interbancarios a un día —disminuyendo sus oscilaciones en los cierres decenales—. A partir de marzo de 1994 se aceptó como colateral o garantía en la subasta decenal cualquier tipo de

papel admitido en la Central de Anotaciones. Asimismo, a partir de junio —en las operaciones decenales— y a partir de julio —en las operaciones diarias— se generalizó el uso de simultáneas en las transacciones de inyección de liquidez. A todo ello se debe de unir la posibilidad, a partir de enero de 1994, de liquidar las operaciones FRA a través del Servicio Telefónico del Mercado de Dinero.

La característica más acusada en los mercados de valores españoles durante el año 1994 y primer trimestre de 1995 fue la tendencia a la baja del precio de los activos, tanto de renta fija como de renta variable. El giro en el comportamiento de los mercados financieros se produjo a principios de febrero, con la subida de los tipos de interés de los fondos federales por parte de la Reserva Federal e, inmediatamente después, con la fuerte depreciación del dólar, a raíz de la ruptura de negociaciones comerciales entre EEUU y Japón. A partir de entonces, los precios de los bonos y, a pesar de las buenas perspectivas de beneficios empresariales, también los de las acciones comenzaron a descender, en un primer momento de forma acusada y luego más moderadamente, alternándose períodos de leve mejora y de recaídas de las cotizaciones. Como se aprecia en el gráfico IV.11, los índices de rendimiento de la deuda y de la Bolsa de Madrid, después de registrar en los dos primeros meses alzas significativas, iniciaron una tendencia bajista, que se saldó

Mercado primario de valores negociables

mm

	1992	1993	1994
Emisiones netas	2.852	7.945	3.629
Estado	2.021	6.516	2.384
<i>Pagarés, letras y deuda especial (a)</i>	874	202	989
<i>Bonos y obligaciones</i>	1.147	6.314	1.395
Administraciones Territoriales	-121	231	343
<i>Valores a corto plazo</i>	-297	-52	-15
<i>Valores a largo plazo</i>	176	283	358
Entidades de crédito	65	657	733
<i>Renta fija</i>	-18	487	359
<i>Renta variable</i>	83	170	374
Empresas no financieras	719	197	124
<i>Renta fija</i>	161	-154	-438
<i>Renta variable</i>	558	351	552
No residentes (b)	168	344	45
PRO MEMORIA: TIPOS DE INTERÉS DE EMISIÓN, EN % (c):			
Valores públicos			
<i>Letras del Tesoro a un año</i>	13,73	8,04	8,91
<i>Obligaciones del Estado a diez años</i>	11,37	8,50	11,14
Valores privados			
<i>Pagarés de empresa a un año</i>	14,60	8,34	9,40
<i>Obligaciones no financieras a más de cinco años</i>	12,41	8,50	10,06

Fuente: Banco de España.

(a) La emisión de deuda especial emitida para su canje por pagarés del Tesoro y pagarés forales fue de 185 mm en 1991, y de 693 mm en 1992.

(b) Solo renta fija en pesetas: bonos matador.

(c) Datos medios de diciembre de cada año.

con un recorte, a lo largo de 1994, del 3,2 % y del 14 %, respectivamente. Durante los primeros meses de 1995, esta evolución ha tendido a invertirse para la deuda pública, mientras que continúa para las acciones, ya que los índices, hasta finales de abril, han variado un 1,8 % y un -0,5 %, respectivamente.

Las implicaciones de la crisis sobre el mercado español de bonos han sido importantes. Se ha producido un ascenso, más acusado que en otros países, de las rentabilidades negociadas de los valores de renta fija, a la vez que una merma sensible de las tenencias de no residentes. El aumento de las rentabilidades negociadas y su variabilidad han determinado una disminución de las emisiones netas de valores y un encarecimiento de la financiación del Estado. En las bolsas, el descenso de los índices bursátiles supone un aumento del coste de capital de las empresas.

En el mercado primario de valores se registró una drástica caída de los volúmenes netos emitidos, desde más de 7.900 mm en 1993 hasta 3.600 mm en 1994 (cuadro IV.4). Una proporción importante de la emisión total neta se concentró en los dos primeros meses del

año —unos 1.400 mm—, coincidiendo con el clima de estabilidad en los mercados de capitales. La fuerte inestabilidad de los mercados de bonos y de acciones entre marzo y agosto originó un acusado descenso de las emisiones netas, que, en parte, se compensó en el último cuatrimestre de 1994.

Los valores públicos, al igual que en el año pasado, representaron el 80 % del volumen emitido. El Tesoro se vio intensamente afectado por la crisis, lo que se tradujo en notables diferencias en el esquema de cobertura de sus necesidades financieras respecto al año anterior. Paradójicamente, las Administraciones Territoriales continuaron el perfil ascendente de emisión de valores de años anteriores, hasta totalizar casi 400 mm en 1994; las Comunidades Autónomas fueron especialmente activas en el segmento de medio y largo plazo en el último trimestre del año, con casi 175 mm.

En un año en el que se produjo solo una moderada reducción de sus necesidades financieras (3.303 mm en 1994, frente a 3.761 mm en 1993), el Estado emitió cerca de 5.000 mm menos de valores negociables, y, además, el marco de las relaciones financieras entre el Te-

Administraciones Públicas. Operaciones financieras

mm

	1992	1993	1994
1. Ahorro financiero neto (1 = 2 - 3)	-2.516	-4.585	-4.310
Estado	-1.401	-3.761	-3.304
Organismos de la Administración Central	-5	58	7
Seguridad Social	-397	-74	-306
Comunidades Autónomas	-596	-700	-615
Corporaciones Locales	-117	-108	-92
2. Variación de activos financieros	1.512	3.168	319
Efectivo y otros depósitos	167	2.441	-1.682
<i>Depósitos del Estado en el Banco de España</i>	83	2.173	-1.358
Valores y otras participaciones	197	-177	206
Créditos otorgados	308	259	618
Otros activos	840	644	1.177
3. Variación de pasivos financieros	4.028	7.753	4.628
Moneda metálica	16	10	27
Valores a corto plazo	-117	150	974
<i>Pagarés del Tesoro</i>	-1.897	-732	—
<i>Letras del Tesoro</i>	2.078	934	989
<i>Otros valores a corto plazo</i>	-297	-52	-15
Valores de renta fija negociables	1.294	6.581	1.795
Valores de renta fija no negociables (a)	819	-48	-51
Créditos en pesetas	712	475	1.040
<i>Créditos del Banco de España al Estado</i>	-31	-31	-39
<i>Otros créditos en pesetas</i>	743	506	1.080
Créditos en moneda extranjera	727	727	641
Otros pasivos	578	-141	202

Fuente: Banco de España.

(a) En 1992 se incluyen 693 mm de deuda especial del Estado emitida para ser canjeada por pagarés del Tesoro y pagarés forales.

soro y el Banco de España registró un drástico cambio, como consecuencia de la entrada en vigor del Tratado de la Unión Europea (véase recuadro IV.3).

La principal vía de financiación del Estado en 1994 fue la emisión de letras del Tesoro a seis meses, que se reanudaron a partir del mes de julio, ante las dificultades para captar recursos con otros instrumentos tradicionales (letras a un año y deuda a medio y largo plazo). El desplazamiento de la demanda de valores públicos hacia el corto plazo permitió que la emisión neta de letras a seis meses superase los 4.500 mm, importe que contrasta con el descenso en el saldo vivo de letras a un año, de 3.550 mm, y con la escasa colocación de valores a medio y largo plazo, cerca de 1.400 mm, frente a los más de 6.300 mm emitidos durante 1993.

Adicionalmente, el Tesoro recurrió durante 1994 a la utilización de otras vías de financiación, dentro de la estrategia de diversificación de estas bajo el nuevo marco institucional: contratación de líneas de crédito en ecus, emisiones de deuda en divisas y subastas de préstamos en pesetas.

Con todo, los fondos obtenidos en los mercados de emisión de valores, menos de 2.400 mm en total, junto con el incremento de los préstamos en pesetas y moneda extranjera, de 630 mm, fueron insuficientes para cubrir las necesidades financieras del Tesoro, lo que determinó que una parte importante del déficit del Estado tuviera que financiarse a través de la apelación directa a la cuenta corriente del Tesoro en el Banco de España, que registró una disminución en su saldo de cerca de 1.360 mm, de los 3.200 mm existentes a comienzos del año (cuadro IV.5).

Los fuertes ascensos experimentados por las rentabilidades de los valores del Estado en los mercados de emisión, 160 puntos básicos en el de letras a un año y en torno a los 250 puntos básicos en el de bonos y obligaciones, han afectado de manera notable al coste medio del endeudamiento del Estado, que registró un incremento, en el conjunto del año, de cerca de 1,8 puntos, hasta niveles próximos al 9,5 %, situándose medio punto por encima de las rentabilidades entonces exigidas a los valores a un año (gráfico IV.12).

El nuevo marco de relaciones del Tesoro con el Banco de España y la financiación del Estado

La entrada en vigor del Tratado de la Unión Europea, a comienzos de 1994, supuso un drástico cambio en las relaciones entre el Tesoro y el Banco de España, al prohibir toda forma de financiación, por parte de este, de los déficit públicos. Esto implica que, desde principios de 1994, el Tesoro solo puede hacer frente a sus desfases entre gastos e ingresos con instrumentos y procedimientos de mercado. Hasta entonces, la normativa existente establecía que el Tesoro no podía rebasar, al final de cada ejercicio, el saldo deudor con el Banco de España existente a 31 de diciembre de 1989, límite que podía ser sobrepasado por cualquier importe en el transcurso del año, como de hecho ha venido sucediendo. El cumplimiento de estos requisitos ha implicado importantes modificaciones en las prácticas de financiación del Tesoro, especialmente para hacer frente a la imposibilidad de apelar al Banco de España, mediante descubiertos, en cualquier período intraanual.

En el gráfico adjunto se presenta la evolución de la cuenta corriente del Tesoro en el Banco de España, en términos del saldo decenal medio. En él se aprecia cómo la insuficiencia de los recursos captados en los mercados durante 1992 y la primera mitad de 1993 provocó que el Estado obtuviese financiación del Banco de España por cantidades importantes. Sin embargo, durante el segundo semestre de 1993 —período inmediatamente anterior a la entrada en vigor del Tratado—, el Tesoro realizó emisiones de valores por importes muy superiores a sus necesidades financieras. Esto le permitió incrementar notablemente el saldo de su cuenta corriente, que ha actuado desde entonces de «colchón» financiero, ante desfases de liquidez o episodios de dificultad para emitir en los mercados de deuda.

A pesar de que el depósito del Tesoro en el Banco de España ha mantenido siempre un saldo considerable, la conveniencia de disponer de un margen de maniobra más amplio para hacer frente a este tipo de situaciones aconsejó, ya desde el segundo semestre de 1993, la adopción de medidas para ampliar la gama de instrumentos disponibles para la cobertura financiera del déficit. Estas medidas se recogen a continuación:

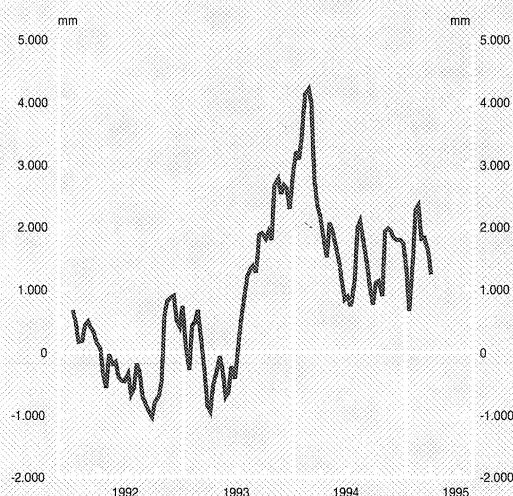
a) Medidas dirigidas a aumentar la disponibilidad de financiación a corto plazo por el Tesoro

- Contratación de dos líneas de crédito multdivisa en 1993 y 1994, por un importe de 750 mm y 1.000 mm, respectivamente, concertadas con un grupo de entidades de crédito, cuyas disposiciones podrán hacerse a plazos cortos (hasta seis meses). A lo largo de 1994, el Tesoro efectuó disposiciones por valor de 200 mm, reembolsadas antes de finalizar el año; y durante el período enero-marzo de 1995, por un total de 580 mm.
- Elevación del margen disponible en los programas de emisión de divisas a corto y medio plazo, con los que se captaron 340 mm en 1994 y 420 mm en el primer trimestre de 1995.

b) Medidas dirigidas a flexibilizar el programa de emisión de deuda del Estado

- Reanudación, a partir de julio de 1994, de las emisiones de letras del Tesoro a seis meses.
- Alargamiento de la vida media de la deuda a medio y largo plazo, con la convocatoria, desde diciembre de 1993, de subastas de obligaciones a quince años, que, desde febrero de 1995, tienen una periodicidad mensual.
- Convocatoria, durante agosto de 1994, de dos subastas especiales de préstamos en pesetas amortizables en tres años, no negociables y con un tramo a tipo de interés variable. El importe adjudicado se elevó a 195 mm.
- Cambios en el procedimiento de la subasta de deuda a medio y largo plazo. Desde febrero de 1995 se ha separado la resolución de las subastas de los distintos instrumentos, con el fin de aumentar la posibilidad de ajuste de los inversores y proporcionar mayor información al Tesoro sobre la situación de los mercados.

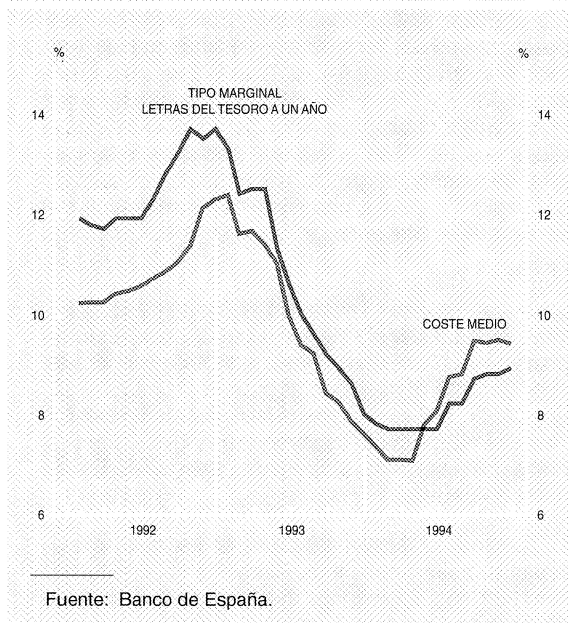
Depósitos del Tesoro en el Banco de España
Saldo medio decenal



Fuente: Banco de España.

GRÁFICO IV.12

Evolución del coste medio del endeudamiento del Estado



Estos acontecimientos han afectado en mucha menor medida a la estructura de la deuda total en circulación, según se recoge en el gráfico IV.13. A pesar de que la financiación del Estado se canalizó, básicamente, a través de las emisiones netas de letras a seis meses, el fuerte descenso en el saldo vivo de los valores a un año supuso que el peso relativo de la deuda a corto plazo se mantuviera en torno al 34 % de los pasivos, mientras que la deuda a medio y largo plazo representa, al igual que a finales de 1993, cerca de un 47 % del saldo total de la deuda del Estado en circulación. La vida media de la deuda negociable del Estado se mantuvo, como al concluir 1993, ligeramente por debajo de los tres años. En cambio, la importante captación de recursos en moneda extranjera ha incrementado su participación en los pasivos hasta el 8,3 %, mientras que, lógicamente, se observa una progresiva pérdida de importancia de la partida «créditos del Banco de España».

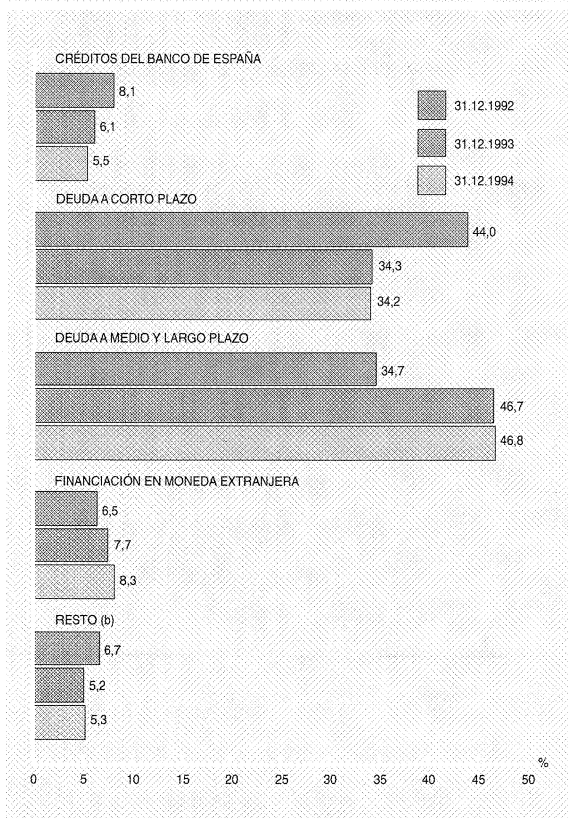
En cuanto a la distribución por agentes de las colocaciones en firme de los valores del Estado durante 1994, los mayores demandantes, como se aprecia en el cuadro IV.6, fueron las entidades de crédito, las familias y empresas —en la forma de tenencias individuales— y, en menor medida, los fondos de inversión, mientras que los no residentes fueron vendedores netos a lo largo del año. Estos últimos modificaron radicalmente su actitud a partir de febrero de 1994; en los dos primeros meses del año habían adquirido casi 600 mm —alcanzando unas tenencias totales de 4.850 mm, es decir, más del 18 % del saldo vivo—, mientras que en los meses siguientes vendieron más de 1.300 mm —situando sus tenencias en 3.570 mm a finales de diciembre, esto es, el 12 % del saldo—.

La emisión de valores privados durante 1994 superó ligeramente los 900 mm, lo que supuso un descenso de 300 mm respecto al año 1993 (cuadro IV.4). Este considerable descenso estuvo concentrado en la oferta de renta fija, y con especial intensidad en los pagarés de empresa, en un contexto de elevada competencia de las letras del Tesoro y de considerable variabilidad de los tipos de interés de emisión vinculada a la evolución de los tipos de la deuda pública. Por el contrario, la oferta de acciones fue muy vigorosa —más de 920 mm en 1994, frente a los 520 mm de 1993—, en un marco de recuperación de la inversión empresarial y de expectativas cada vez más firmes de recuperación económica y de los beneficios empresariales.

Los tipos de emisión de los valores de renta fija a medio y largo plazo de las empresas no financieras no registraron, paradójicamente, ascensos tan acusados como las emisiones de

GRÁFICO IV.13

Deuda del Estado en circulación (a)



- (a) Distribución porcentual por instrumentos.
 (b) Desde 1992, incluye 878 mm de deuda especial correspondiente al canje de pagarés del Tesoro y pagarés forales.

CUADRO IV.6

Deuda negociable del Estado. Mercado primario (a)

mm

	1992	1993	1994	1994			
				I TR	II TR	III TR	IV TR
Emisiones netas (b)	3.224	7.248	2.387	165	-278	585	1.915
Letras	2.078	934	990	-947	-408	1.255	1.090
Bonos	52	3.935	297	158	125	-468	482
Obligaciones	1.094	2.380	1.100	954	5	-202	343
Colocaciones	3.224	7.248	2.387	165	-278	585	1.915
Banco de España	-951	83	-40	13	46	-103	4
Entidades de crédito	2.718	3.052	1.286	-770	206	812	1.038
Fondos de inversión	763	1.838	844	736	-102	112	98
Familias y empresas no financieras (c)	1.040	-109	1.054	-302	374	516	466
No residentes	-346	2.384	-757	488	-802	-752	309

Fuente: Banco de España.

- (a) No se incluyen los pagarés del Tesoro.
- (b) Valores nominales.
- (c) Incluye empresas de seguros, y sociedades y agencias de valores.

deuda pública. La explicación de este fenómeno, que ya ha ocurrido en otras ocasiones, está en la existencia de una estructura de comisiones de colocación o de primas de emisión al suscriptor que no están incorporadas en el tipo de interés nominal de la emisión. Con todo, a lo largo de 1994, los tipos de los valores a largo y a corto plazo (pagarés de empresa) registraron aumentos superiores a 150 y 100 puntos básicos, respectivamente.

La oferta de títulos de renta variable evolucionó muy positivamente a lo largo de 1994, de

forma más acusada en las empresas no cotizadas que en las admitidas a negociación, como resultado, quizás, de la evolución desfavorable de los índices bursátiles. Debe matizarse, con todo, que la considerable emisión de acciones de entidades de crédito debe relacionarse con el proceso de reestructuración financiera de Banesto y con el refuerzo de capital del banco adquirente, después del rápido proceso de saneamiento realizado por el Banco de España y por el Fondo de Garantía de Depósitos. Respecto a las empresas no financieras (cuadro IV.7), el vigor de la inversión, las favorables expectativas

CUADRO IV.7

Valores privados. Mercado primario (a)

mm

	1992	1993	1994
Emisiones netas	719	197	124
Renta fija	161	-154	-428
<i>Pagarés de empresa</i>	-7	-398	-354
<i>Valores a medio y largo plazo</i>	168	243	-74
Renta variable	558	351	552
<i>Cotizadas</i>	103	243	202
<i>No cotizadas</i>	454	108	349
PRO MEMORIA:			
Índice general de la Bolsa de Madrid (b)	214,3	322,8	285,0
Relación precio-beneficio (c)	9,9	16,4	15,4
Número de empresas admitidas a cotización	868	763	652

Fuente: Banco de España.

- (a) Emisiones con aportación de fondos de empresas no financieras.
- (b) Base 100 = 31.12.1985. Datos medios de diciembre de cada año.
- (c) Relación entre la cotización en pesetas y el beneficio por acción, dato fin de período.

Mercados secundarios de valores y de derivados

mm

	1992	1993	1994
NEGOCIACIÓN TOTAL (a)	79.945	205.877	270.706
Mercado de deuda pública en anotaciones	73.390	195.710	255.323
Valores del Estado	73.350	195.168	254.284
<i>A corto plazo</i>	13.644	18.871	15.639
<i>A medio y largo plazo</i>	59.705	176.297	238.645
Otros valores públicos	40	542	1.039
Bolsas	5.669	8.817	14.075
Renta fija	1.211	2.287	4.911
<i>Valores públicos</i>	474	932	3.886
<i>Valores privados</i>	738	1.355	1.025
Renta variable	4.457	6.531	9.164
Mercado AIAF de renta fija	887	1.350	1.308
Mercado MEFF de derivados (b)	7.022	20.873	49.383
MEFF Renta fija	2.057	7.520	18.398
<i>Futuros</i>	1.703	6.602	16.417
<i>Opciones</i>	354	918	1.981
MEFF Renta variable	4.965	13.353	30.985
<i>Futuros</i>	2.717	10.157	24.139
<i>Opciones</i>	2.248	3.196	6.846
PRO MEMORIA:			
Detalle por tipo de operaciones de deuda pública anotada (c)	1.959	3.500	4.971
Operaciones simples	313	768	994
<i>Al contado</i>	287	739	968
<i>A plazo</i>	26	30	25
Operaciones dobles	1.646	2.731	3.977
<i>Con pacto de recompra</i>	1.516	1.838	2.208
<i>Simultáneas</i>	130	893	1.769

Fuente: Banco de España.

(a) Operaciones simples al contado.

(b) Número de contratos, en miles.

(c) Medias diarias. Importes nominales para operaciones simples, e importes efectivos para operaciones dobles.

de crecimiento en algunos sectores económicos —especialmente los vinculados a la exportación—, el sensible aumento de la creación de nuevas empresas y, siguiendo la tendencia de años anteriores, la capitalización de empresas públicas en pérdidas han determinado el impulso en la emisión de acciones.

El comportamiento de los mercados secundarios de valores, como ya se ha comentado, se ha caracterizado por la erraticidad de los precios negociados y por el crecimiento de los volúmenes contratados. El volumen de contratación en los mercados secundarios alcanzó, durante 1994, 270 billones en operaciones simples al contado, lo que supone un elevado ritmo de crecimiento (30 %), aunque menor que el registrado en 1993 (157 %). Como viene siendo habitual, el mercado de deuda anotada representó más del 94 % de este tipo de operaciones, si bien

cabe destacar el sensible avance de la actividad en las bolsas —con un crecimiento respecto al año anterior cercano al 60 %—. Respecto a las operaciones en los mercados derivados, ha de destacarse el espectacular impulso en los mercados MEFF —con aumentos superiores al 130 %— (cuadro IV.8).

En los mercados de deuda pública fue notable el aumento de la actividad de las operaciones simultáneas, que ha superado, en los últimos meses de 1994, la contratación de las operaciones *repo*, tradicionalmente más importantes. El sensible impulso de la negociación de las operaciones dobles y, en particular, de las simultáneas debe relacionarse con el aumento de la preferencia por los valores a corto plazo, con la fuerte actividad de los terceros no residentes y con el cambio de instrumentación de la política monetaria, que ha concentrado

**Instituciones financieras: capacidad o necesidad de financiación
y cuentas financieras (% del PIB) (a)**

	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994
Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación	1,5	1,6	1,4	1,3	1,5	0,4	1,1
Ahorro financiero neto	1,4	1,6	1,4	1,3	1,6	0,5	1,1
Variación de activos financieros	22,5	25,5	20,3	24,1	19,0	35,7	8,0
Variación de pasivos financieros	21,1	23,9	18,9	22,8	17,4	35,3	6,9

Fuentes: Banco de España e Instituto Nacional de Estadística.
(a) Incluye el sector de instituciones financieras y las empresas de seguros.

sus operaciones de inyección a través de simultáneas.

En las bolsas se produjo un sensible descenso de los índices y un aumento de la variabilidad de las cotizaciones, que podría haber sido mucho más intenso de no ser por el favorable comportamiento de los beneficios empresariales. No obstante, el clima de incertidumbre, unido a la actividad en los mercados derivados, ha inducido un sensible aumento de los volúmenes negociados (casi un 60 % respecto a 1993), lo que ha incrementado la rotación y la liquidez de los títulos negociados. Asimismo, la renta fija negociada en bolsa, especialmente la deuda pública, experimentó un considerable auge durante 1994, al igual que los mercados de derivados, que registraron una enorme expansión de su actividad. En estos últimos, ha de destacarse la preferencia acusada por los futuros, frente a las opciones. La elevada variabilidad de las cotizaciones de los mercados al contado ha sido el factor principal que ha contribuido a esta expansión.

IV.3.3. La actividad bancaria

La actividad de las instituciones financieras en 1994 experimentó una moderación muy significativa; el crecimiento de sus activos y pasivos financieros fue tan solo de alrededor del 7 % del PIB, frente a cifras superiores al 35 % en 1993. Esta marcada desaceleración de la intermediación de los flujos financieros estuvo provocada, principalmente, por la caída de las operaciones entre instituciones financieras (1) en pesetas, de 3.509 mm, frente a un incremento en 1993 de 17.571 mm. En menor medida, también contribuyó a este resultado la disminución registrada por las operaciones entre

instituciones financieras en moneda extranjera, con una caída de 321 mm, frente al aumento de 969 mm del año anterior, y por las operaciones con el sector exterior, en especial los depósitos en moneda extranjera.

Estos movimientos fueron causados, en su mayor parte, por los cambios drásticos que se produjeron en los mercados que habían protagonizado la actividad de las instituciones financieras durante el año anterior: el mercado de deuda pública y los mercados de divisas. Las expectativas de bajadas en los tipos de interés durante 1993, posteriormente confirmadas, hicieron que los agentes, muy especialmente los no residentes, tomaran posiciones especulativas, lo que provocó un aumento sustancial de las operaciones *repo* con deuda pública entre instituciones financieras, y entre estas y los no residentes. En 1994, la caída de los precios de la deuda pública llevó a que se deshiciera un gran volumen de estas operaciones; por otra parte, la cifra de emisión de deuda fue mucho menor, por lo que los saldos intermediados por las instituciones financieras también fueron inferiores. Por su parte, la mayor estabilidad de los mercados cambiarios europeos estimuló la reducción de los saldos intermediados por las instituciones financieras en esta área del negocio bancario. El moderado crecimiento de la demanda de crédito por parte del sector familias y empresas no compensó el efecto de los anteriores factores.

El ahorro financiero neto del sector registró un aumento sobre los niveles muy reducidos del año anterior (cuadro IV.9). La conclusión del proceso de saneamiento de Banesto tuvo una repercusión muy positiva en este resultado, y permitió compensar el impacto de otros factores, de manera que, a pesar de la disminución de los beneficios del Banco de España, de la contracción de los márgenes de las operaciones bancarias y de los beneficios obtenidos en la operativa con divisas, y de las pérdidas regis-

(1) Las cifras se refieren a la suma de los saldos activos y pasivos con instituciones financieras, exceptuando los valores.

Estructura, rendimientos y costes del balance

%

	Bancos (a)				Cajas de ahorros			
	% sobre total balance		Rendimientos/costes		% sobre total balance		Rendimientos/costes	
	1993	1994	1993	1994	1993	1994	1993	1994
ACTIVO:								
Total	100,0	100,0	11,27	8,67	100,0	100,0	11,06	8,95
Inversión en pesetas	69,6	69,7	12,72	9,49	84,6	84,6	12,07	9,88
Activos relacionados con coeficientes (b)	4,1	3,2	4,61	4,53	7,9	6,5	4,52	4,47
Activos monetarios y cartera de deuda pública (c)	14,4	18,5	12,34	8,31	16,0	17,3	11,72	8,65
Entidades de crédito	12,1	11,7	12,11	8,11	11,8	11,7	12,35	8,12
Créditos (d)	39,0	36,4	13,90	11,06	48,9	49,2	13,34	11,44
Inversión en moneda extranjera	20,6	20,6	10,29	8,11	6,8	6,6	11,07	7,07
Inversiones permanentes y otras cuentas (e)	9,7	9,8	2,95	4,01	8,7	8,8	1,22	1,35
PASIVO:								
Total	100,0	100,0	8,33	6,15	100,0	100,0	7,18	5,30
Financiación en pesetas	67,7	67,8	9,48	6,67	83,3	84,2	7,99	5,94
Entidades de crédito (f)	21,9	21,5	11,85	8,05	3,9	4,2	11,45	7,54
Banco de España (f)	4,6	5,9	11,01	8,15	4,2	2,6	12,62	8,20
Cesión temporal de activos (g)	6,9	6,9	11,53	7,78	11,2	10,6	11,30	8,10
Recursos de clientes	34,3	33,5	7,35	5,30	64,0	66,8	6,89	5,41
Financiación en moneda extranjera	18,9	19,3	9,53	7,86	3,2	3,2	9,33	5,91
Recursos propios, fondos especiales y otras cuentas (h)	13,5	12,9	0,95	0,84	13,6	12,6	1,70	0,90
PRO MEMORIA:								
Total balance medio (en mm)	61.406	66.982			31.538	34.473		

Fuente: Banco de España.

(a) No incluye Banesto.

(b) Incluye aquellos activos de cobertura de distintos coeficientes que existen en la actualidad o han existido en el pasado (caja, cuenta del Banco de España, pagarés del Tesoro, cédulas de inversión y certificados del Banco de España).

(c) Incluye las adquisiciones temporales de activos al Banco de España y a otras entidades de crédito.

(d) Incluye adquisiciones temporales y en firme al sector no financiero residente y no residente.

(e) Inmovilizado, renta variable y otras cuentas de activo.

(f) Incluye cesiones temporales de activos.

(g) A agentes que no son entidades de crédito.

(h) Incluye financiación subordinada.

tradas en las operaciones con deuda pública, el ahorro financiero neto del sector experimentó un notable aumento.

En cuanto a la actividad del sistema bancario (2) durante 1994, el análisis de la estructura del balance —cuadro IV.10— pone de manifiesto que, durante 1994, se produjo un nuevo aumento del porcentaje de la financiación concedida al sector público, a través del incremento de la cartera de deuda pública de las entidades;

(2) Incluye bancos, cajas de ahorros y cooperativas de crédito. Se ha excluido a Banesto del colectivo de bancos, a fin de evitar que las operaciones realizadas con motivo de su saneamiento distorsionaran los resultados del análisis. Tan solo se incluye en el gráfico IV.15 al analizar la evolución de los activos dudosos.

no obstante, la ligera reducción de la inversión en moneda extranjera y la continuación del proceso de desaparición de activos ligados a coeficientes permitieron que la disminución del crédito en pesetas fuera tan solo de 1,7 puntos sobre el total balance —desde de un 42,6 % en 1993 a un 40,9 % en 1994—, frente a la reducción de 4,2 puntos del año anterior. Esta caída del crédito en pesetas, sin embargo, se concentró en los bancos, mientras que en las cajas de ahorros los créditos en pesetas registraron un ligero aumento en su participación en el negocio total.

En conjunto, el análisis del activo de las entidades de depósito en 1994 muestra una desaceleración en el crecimiento de los mercados más especulativos —renta fija y divisas— y una mayor

importancia relativa de la actividad en la inversión crediticia en pesetas; esto no se refleja tanto en la estructura de los balances medios como en la comparación de los saldos de fin de año.

Esta vuelta a la banca tradicional refleja el cambio en las condiciones relativas de los mercados: la paulatina recuperación de la actividad económica ha hecho que se recuperara la demanda de crédito bancario y que mejorara sustancialmente la posición financiera de empresas y familias —véase epígrafe IV.4.1—. Por otra parte, las perspectivas de beneficios en los mercados de deuda y de divisas, en comparación con los riesgos incurridos, parecen haberse reducido en el período más reciente. Todo esto podría haber llevado a reconsiderar la política de colocación de recursos de las entidades, y es previsible que en el año 1995 continúen los desplazamientos de la actividad hacia las operaciones de crédito, rompiéndose así la tendencia de años anteriores.

En cuanto a las rúbricas de pasivo, se observa una reducción de la proporción que, sobre el total del balance, representan los recursos propios, los fondos especiales y otras cuentas, a causa de los menores resultados, los elevados saneamientos realizados y las menores dotaciones a fondos de insolvencia.

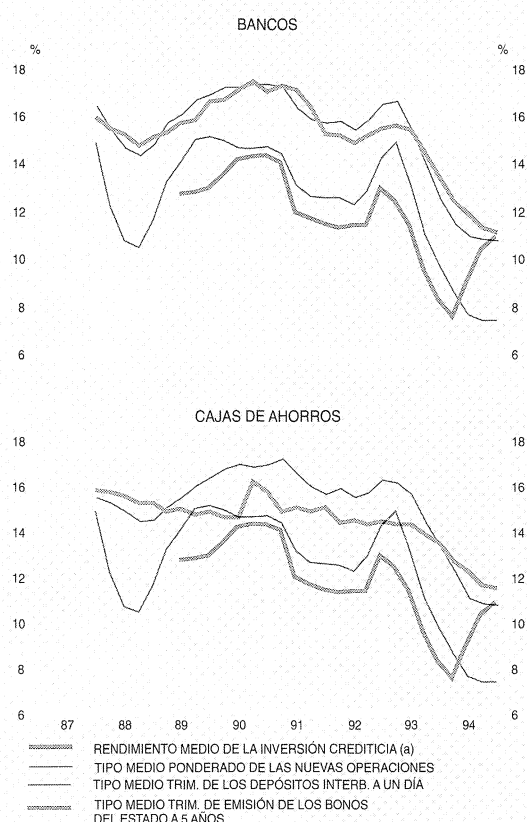
Merece destacarse también la recuperación de la financiación tradicional vía depósitos, en parte como consecuencia de la crisis de los mercados de deuda pública. En efecto: las pérdidas sufridas por los partícipes de fondos de inversión mobiliaria, así como la incertidumbre acerca de la evolución futura de los mercados de valores, hicieron que parte de los fondos invertidos en estos se desplazara hacia las entidades bancarias en forma de depósitos, principalmente a plazo, en un movimiento opuesto al de años anteriores. Si bien este fenómeno ya se detecta en la comparación de balances medios —aunque todavía no en el grupo de bancos—, también en este caso la evidencia es mucho más clara si se comparan los saldos finales.

Estos desplazamientos hicieron que se detuviera el proceso de sustitución de la actividad de préstamo/depósito en pesetas —definida como la suma de créditos y depósitos— por otras alternativas, y su peso en el balance medio, tras una caída de 8,6 puntos en 1993, tan solo se redujo en 1,2 puntos en 1994. Si se comparan los saldos finales, se constata un aumento de casi 2,6 puntos, frente una caída, en 1993, cercana a 10 puntos.

El cuadro IV.11 muestra la evolución de las operaciones de préstamo/depósito con la clien-

GRÁFICO IV.14

Inversión crediticia: rendimiento medio y tipo medio ponderado de las nuevas operaciones



Fuente: Banco de España.

(a) Créditos a empresas y familias, sin incluir créditos dudosos.

tela. Dentro de estas, lo más destacable fue la continuación del proceso de concentración del crédito en el sector público y en los créditos con garantía real, en detrimento del crédito al sector privado con garantía personal.

La disminución de los tipos de interés a lo largo de 1993 indujo un proceso de renegociación de las condiciones de los préstamos, con tipos más elevados o más rígidos, a la baja. Este proceso se acentuó con el anuncio, a finales de ese año, de una nueva normativa sobre subrogación y modificación de préstamos hipotecarios, aprobada en marzo de 1994. Como consecuencia de esta renegociación, y de la reducción de tipos de interés de las nuevas operaciones de préstamo —gráfico IV.14—, se produjo un sustancial recorte del rendimiento de la inversión, más acentuada aún por el desplazamiento de la inversión crediticia hacia las modalidades con menor rendimiento medio —sector público, garantía real y crédito a tipo variable—.

Operaciones con clientes (a)
Datos medios anuales

	Bancos (b)				Cajas de ahorros			
	Estructura		Rendimientos/costes		Estructura		Rendimientos/costes	
	1993	1994	1993	1994	1993	1994	1993	1994
Inversión crediticia	100,0	100,0	12,89	10,32	100,0	100,0	13,17	11,29
Sector privado no financiero	72,9	71,0	14,42	11,53	83,6	82,6	14,03	12,19
<i>Garantía real</i>	18,5	20,5	13,40	11,55	43,9	45,9	13,46	11,87
<i>Resto</i>	54,4	50,5	14,77	11,52	39,7	36,7	14,66	12,58
Sector público	9,9	10,4	12,21	9,39	9,2	9,9	10,46	7,67
No residentes	11,0	12,9	8,29	7,66	0,7	0,9	10,96	9,00
Dudosos	6,2	5,8	3,96	3,63	6,5	6,6	6,11	5,86
PRO MEMORIA (% SOBRE EL TOTAL INVERSIÓN):								
Crédito a tipo variable	30,9	31,6	13,03	9,23	23,0	36,4 (c)	12,54	9,38
Crédito en moneda extranjera	15,0	16,4	7,16	6,56	2,4	2,2	6,09	4,76
Recursos de clientes	100,0	100,0	7,05	5,25	100,0	100,0	6,86	5,39
Depósitos del sector privado no financiero	77,0	76,3	7,35	5,36	92,7	93,0	6,88	5,44
Cuentas a la vista	35,6	35,6	4,50	3,27	40,8	39,9	3,00	2,45
<i>Remuneradas</i>	15,1	15,0	7,42	5,10	7,4	8,4	6,30	4,67
Cuentas a plazo (d)	40,6	40,0	9,86	7,20	51,4	52,7	10,01	7,72
Otros	0,8	0,7	—	—	0,5	0,4	—	—
Depósitos del sector público	7,2	7,4	4,53	2,79	4,3	4,0	5,38	3,71
No residentes	15,8	16,4	6,22	5,44	3,0	3,0	7,32	5,76

Fuente: Banco de España.

(a) Incluye las operaciones en moneda extranjera.

(b) No incluye Banesto.

(c) El aumento de esta variable recoge la corrección, por algunas entidades, de errores en la declaración de esta información.

(d) Incluye empréstitos, excepto deuda subordinada.

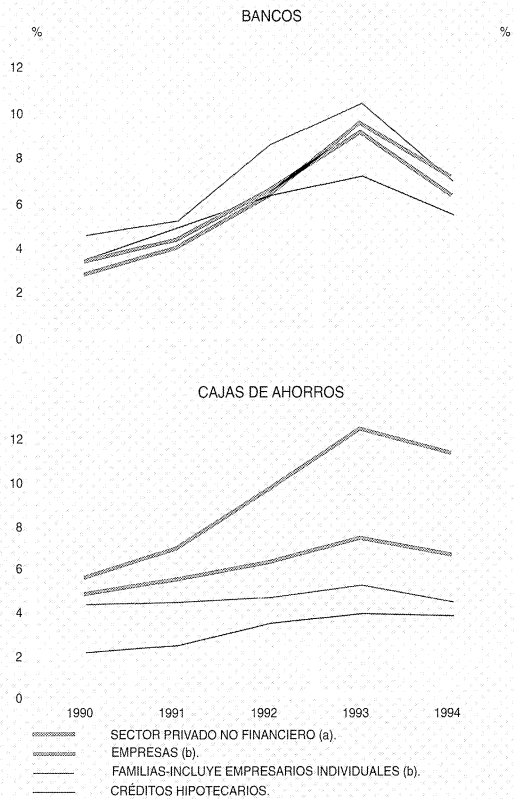
De esta manera, continuó el proceso de disminución del rendimiento medio del crédito, que cayó en 2,57 puntos en los bancos y 1,88 puntos en las cajas de ahorros. Los tipos activos siguieron, por consiguiente, la evolución de los tipos del interbancario, que, como se ha señalado, continuaron descendiendo hasta el verano, y se desmarcaron de la evolución seguida por los tipos de los mercados de renta fija a plazos más largos. Esta divergencia tiene varias explicaciones: en primer lugar, el elevado diferencial que existía entre los tipos de los créditos y los de la deuda al principio del año, que determinaba un margen elevado de reducción de los primeros; en segundo lugar, la sustancial disminución de la morosidad —gráfico IV.15— y la mejora en la situación financiera de las empresas y familias, que ha reducido el riesgo de insolvencia y ha permitido a las entidades bancarias requerir menores tipos de interés; en tercer lugar, la creciente competencia entre entidades por los mercados de crédito bancario, a fin de aumentar la fidelidad de su clientela, en este marco de recuperación, ha podido desaconsejar la instrumentación de subidas de

los tipos de interés; por otra parte, de acuerdo con la evolución de los tipos a corto plazo, los tipos de los depósitos han tendido a disminuir; por último, las entidades han podido juzgar que la respuesta de los mercados de deuda españoles a la crisis internacional contenía algún componente de sobrereacción transitoria, por lo que han podido preferir una política cautelosa en la incorporación de las subidas de tipos.

Pese a todo ello, en los últimos meses de 1994 y los primeros de 1995 ya se han producido algunas alzas en los tipos del crédito; por otra parte, aunque todavía no hay datos sobre la evolución de los rendimientos medios, parece muy probable que una parte de los préstamos a tipo variable cuya renegociación tuvo lugar a final de año —los períodos de revisión de la mayoría de esos préstamos suelen ser junio y diciembre— haya sufrido elevaciones a causa del aumento en los tipos de referencia. Así, es posible que, a lo largo de 1995, tanto los tipos de las nuevas operaciones como los rendimientos medios de la inversión crediticia incorporen una tendencia al alza.

GRÁFICO IV.15

Evolución del riesgo de insolvencia Activos dudosos/total crédito



Fuente: Banco de España.

(a) Incluye entidades financieras que no estén consideradas entidades de crédito.

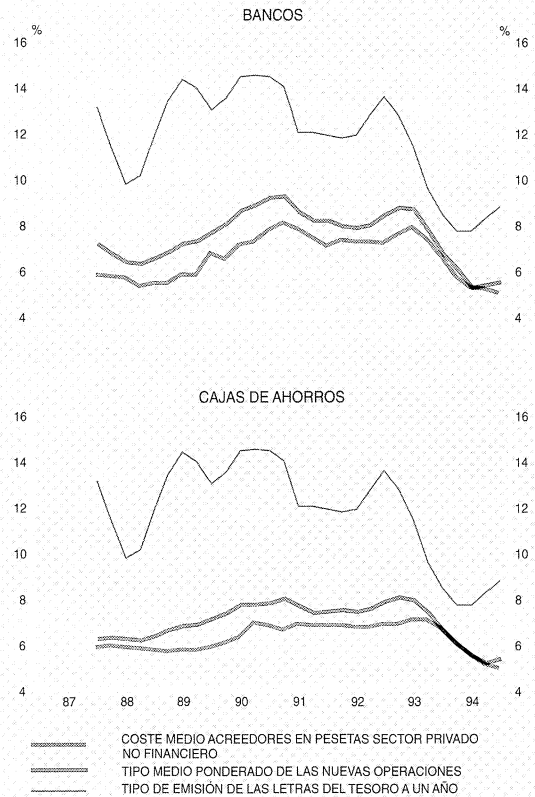
(b) Solo crédito en pesetas del negocio en España.

Los depósitos registraron una aceleración, con una tasa de aumento para el total del sistema bancario de casi el 11 %, frente al 8 % del año anterior, y con un mayor avance en las cajas de ahorros. Su estructura por clases permaneció prácticamente invariable, si bien, si se analiza la composición por plazos, se detecta un aumento de los plazos más largos, consecuencia lógica de la evolución de la curva de tipos de interés durante el año.

El crecimiento de los depósitos bancarios fue debido, al menos en parte, a la menor competencia ejercida por los fondos de inversión mobiliaria, cuyos rendimientos se vieron muy mermados por la negativa evolución de los mercados de valores. Este factor también pudo influir en la evolución seguida por los tipos de las nuevas operaciones —gráfico IV.16—, que no siguieron, al menos hasta el último trimestre, las alzas de tipos que se registraron en los mercados de renta fija.

GRÁFICO IV.16

Acreeedores sector privado no financiero: coste medio y tipo nuevas operaciones (a)



Fuente: Banco de España.

(a) Incluye depósitos y empréstitos.

La disminución de los tipos de las nuevas operaciones de pasivo, junto con una evolución de su estructura más favorable —no se produjeron grandes desplazamientos hacia los pasivos más caros—, permitieron a las entidades de depósito reducir el coste medio de los recursos de clientes, que cayó en 1,8 puntos en los bancos y en 1,47 puntos en las cajas de ahorros. No obstante, en el período más reciente se detecta una tendencia al alza, estimulada por el endurecimiento de la política monetaria en los primeros meses de 1995.

El margen de intermediación, al contrario de lo ocurrido en 1993, sufrió un descenso, pasando de 3.170 mm en 1993 a 3.088 mm en 1994, lo que supone una reducción del 2,6 %, frente al incremento del 8 % registrado el año anterior. Si bien los menores márgenes y la reducción del diferencial de las operaciones de préstamo/deposito, que pasó del 6,06 % al 5,42 %, han contribuido a esta caída, el factor más importante fue

Cuenta de resultados

	Bancos (a)		Cajas de ahorros	
	1993	1994	1993	1994
EN PORCENTAJE SOBRE TOTAL BALANCE MEDIO:				
Margen de intermediación	2,94	2,52	3,88	3,64
Otros productos ordinarios (neto)	0,93	0,64	0,58	0,56
Margen ordinario	3,87	3,16	4,46	4,21
Gastos de explotación	-2,23	-2,08	-2,79	-2,69
Margen de explotación	1,64	1,08	1,68	1,52
Saneamientos y dotaciones	-0,82	-0,76	-0,90	-0,84
Otros resultados	0,24	0,41	0,19	0,24
Resultados antes de impuestos	1,06	0,73	0,97	0,92
EN PORCENTAJE SOBRE RECURSOS PROPIOS MEDIOS (b):				
Margen de intermediación	44,47	40,09	67,12	63,43
Margen ordinario	58,59	50,26	77,15	73,18
Margen de explotación	24,85	17,25	28,99	26,36
Resultados antes de impuestos	16,05	11,55	16,71	16,06

Fuente: Banco de España.
(a) Excluido Banesto.
(b) Capital, reservas, resultados de ejercicios anteriores no distribuidos y resultados del ejercicio corriente.

el cambio en las condiciones de los mercados de deuda y divisas, que redujo sustancialmente los ingresos derivados de la operativa en los mismos; los diferenciales obtenidos en la tesorería en pesetas pasaron de 0,5 puntos a 0,22, y en las operaciones en moneda extranjera, de 0,89 a 0,25. Esta evolución no pudo ser compensada por el modesto aumento en el volumen intermediado. Definida como la suma de operaciones activas y pasivas, la tesorería en pesetas pasó de tasas de crecimiento del 35 % en 1993 a tasas inferiores al 15 % en 1994, mientras que las operaciones con divisas cayeron desde el 51 % al 10 %. Dado que el peso total de estas operaciones es mucho mayor en los bancos, el margen de intermediación de estos disminuyó un 6,5 %, mientras que en las cajas de ahorros registró un ligero aumento, del 2,5 %.

Si se analiza la evolución en porcentaje del total del balance medio, las caídas en los márgenes son mayores que las registradas el año anterior; el margen del total sistema bancario pasó del 3,31 % en 1993 al 2,95 % en 1994, lo que representa una caída de 0,36 puntos, ligeramente superior a la registrada en 1993 (0,31 %) —cuadro IV.12—.

En términos del margen ordinario, el descenso fue incluso superior, ya que, durante 1993, las operaciones con deuda y con moneda extranjera permitieron obtener unos beneficios extraordinarios que enjugaron parcialmente la caída del margen de intermediación. Sin

embargo, a lo largo de 1994, las circunstancias fueron distintas, y los beneficios obtenidos en operaciones financieras por las entidades de depósito se redujeron desde un 0,25 % sobre el balance medio total en 1993, a tan solo el 0,05 %, por lo que la caída en el margen ordinario fue de 0,56 puntos, desde un 4,12 % en 1993 al 3,56 % en 1994. Esta caída afectó tanto a bancos como a cajas de ahorros.

El comportamiento del resto de los componentes de la cuenta de resultados fue desigual, ya que, si bien se produjo una mejora de los gastos de explotación y una caída sustancial en el saneamiento de créditos como consecuencia de la favorable evolución del índice de morosidad, las elevadas dotaciones que hubo que realizar a otros fondos especiales, como consecuencia de las minusvalías en la cartera de valores, anularon parte de esa ventaja (3). Así, se produjo una reducción del beneficio antes de impuestos, para el total del sistema bancario, de 0,23 puntos. En las cajas de ahorros, la caída fue más moderada que en los bancos y menor que en el año anterior, dado que las dotaciones a los fondos de fluctuación de valores fueron menores —tienen un menor volumen de cartera— y las disminuciones de los saneamientos de créditos fueron superiores.

(3) A partir del tercer trimestre de 1994 se produjo un cambio en la normativa de las provisiones de la cartera de valores de renta fija, que redujo las necesidades de dotación de las entidades de depósito.

Si se analizan los resultados en relación con los recursos propios medios, se registra también un descenso: en 1994 no se produjeron crecimientos tan importantes del importe del balance, por lo que el índice de apalancamiento de los recursos propios no registró subidas tan elevadas como el año anterior.

En resumen, 1994 fue un año de transición para las instituciones de crédito, caracterizado por la confirmación de la recuperación económica, que poco a poco se ha ido reflejando en los balances de las entidades bancarias —menor índice de morosidad, resurgimiento del crédito a empresas y familias, menores saneamientos de crédito—. En contrapartida, los resultados de las entidades se vieron afectados negativamente por otros factores transitorios. En 1993, las entidades tuvieron importantes beneficios extraordinarios derivados de sus operaciones en divisas y de las ganancias de capital en sus carteras de deuda, como consecuencia de la disminución de los tipos de interés a medio y largo plazo. En cambio, en 1994, la actividad con divisas no generó beneficios significativos, y las carteras de valores, en un contexto de fuertes caídas de los precios, originaron cuantiosas pérdidas. Estos factores son los que explican el descenso de la rentabilidad bancaria, a pesar de la mejora del entorno económico.

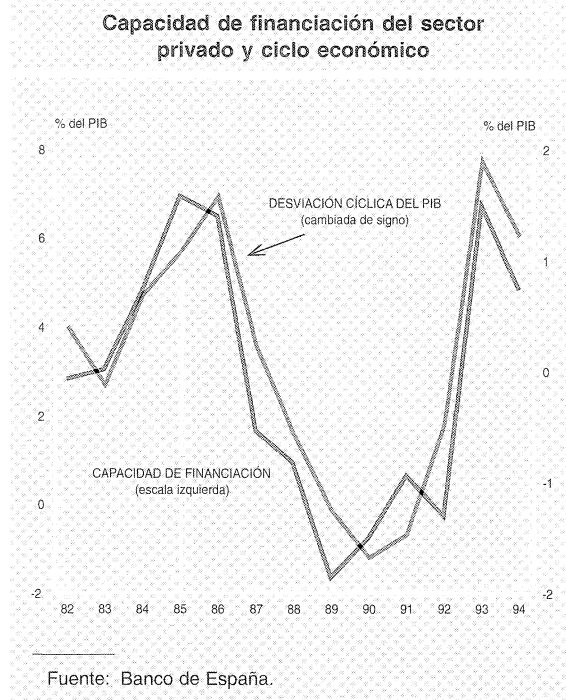
IV.4. LOS FLUJOS ECONÓMICOS Y FINANCIEROS

IV.4.1. Renta, ahorro y financiación de las empresas y las familias

La capacidad de financiación del sector privado no financiero se mantuvo en 1994 en un nivel elevado, 4,8 % del PIB, aunque algo inferior al de 1993, cuando fue del 6,7 % del PIB. La importante contribución de las empresas y las familias a la capacidad de financiación de la nación contrasta con la del período 1987-1992, en el que fue, en media, prácticamente nula.

Como se observa en el gráfico IV.17, la capacidad de financiación de las empresas y las familias ha mostrado en los últimos años un claro perfil anticíclico, disminuyendo en los períodos de auge y aumentando en los períodos de bajo crecimiento. Este perfil se explica, hasta cierto punto, por el comportamiento de las Administraciones Públicas, que, a través de los estabilizadores automáticos, suaviza el impacto del ciclo sobre la renta disponible del sector privado. Este efecto es especialmente relevante en el caso de las familias, puesto que las prestaciones sociales y los impuestos directos tienen una repercusión importante en la renta disponible de las economías domésticas (véase, al respecto, el recua-

GRÁFICO IV.17



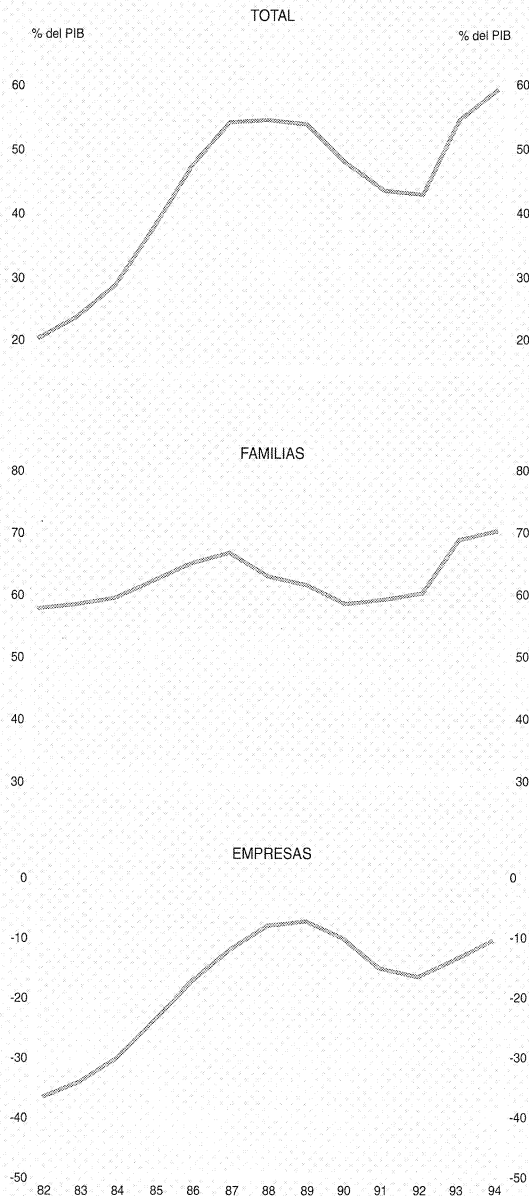
dro III.1). En el caso de las empresas, dicho comportamiento anticíclico obedece a diversas causas, que se analizan en el recuadro IV.4.

Desde el punto de vista estructural, otros factores han reforzado el carácter anticíclico de la capacidad de financiación del sector privado. En concreto, la incertidumbre sobre la mejora del mercado de trabajo y la estabilidad del empleo, y sobre las eventuales medidas de recorte del gasto público que podrían instrumentarse para reducir el elevado déficit público, en un contexto de incertidumbre política, han influido decisivamente en el comportamiento precavido del sector privado en los dos últimos años. Frente a estas incertidumbres, la disminución del grado de restricción monetaria y la reducción de los tipos de activos y pasivos bancarios consiguiente en 1993 y la primera parte de 1994 apenas alteraron el carácter conservador de las decisiones de gasto de los agentes.

Parece, por tanto, que los efectos positivos de la incipiente recuperación económica sobre el sector privado no han sido principalmente utilizados para activar el gasto, que ha crecido moderadamente, sino, más bien, para profundizar en el saneamiento financiero de sus balances, iniciado ya en 1993. La riqueza financiera de las empresas y las familias, medida como la diferencia entre los activos y pasivos financieros del sector, volvió a registrar un significativo aumento en 1994, alcanzando el 59 % del PIB y sobrepasando el nivel máximo conseguido en la segunda mitad de los ochenta (gráfico IV.18).

GRÁFICO IV.18

La riqueza financiera del sector privado (a)



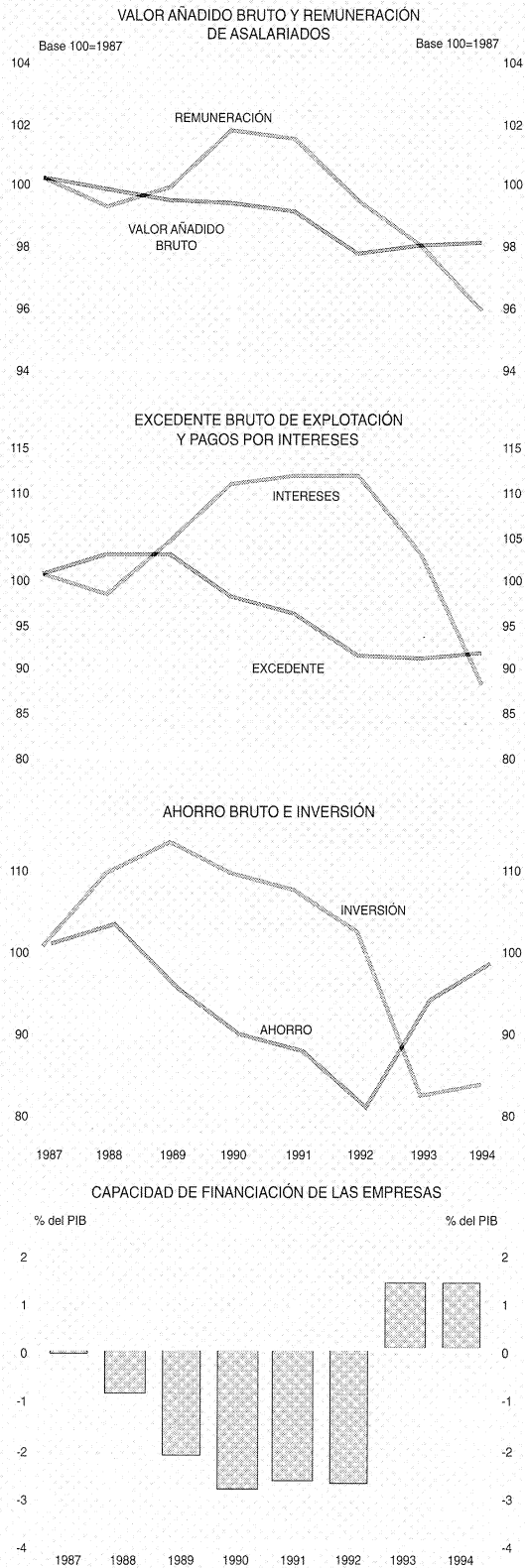
Fuente: Banco de España.

(a) Activos financieros menos pasivos financieros, excluyendo los valores de renta variable de los pasivos de las empresas.

La capacidad de financiación de las empresas se elevó en 1994 a un 1,4 % del PIB, cifra similar a la registrada en 1993 y que, por segundo año consecutivo, representa una aportación positiva de este sector a la capacidad de financiación de la nación. En el gráfico IV.19 se analizan los principales componentes de la cuenta de explotación, de renta y de capital de las empresas, que dan lugar a la capacidad de financiación del sector, considerando su partici-

GRÁFICO IV.19

Determinantes de la capacidad de financiación de las empresas no financieras (% del PIB)



Fuentes: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

Capacidad de financiación de las empresas y ciclo económico

Como se muestra en el texto (apartado IV.4.1), la capacidad de financiación del sector privado, definida como la diferencia entre el ahorro y la inversión del sector, ha venido mostrando un claro perfil anticíclico en los últimos años. En el caso de las familias, los movimientos compensatorios de los estabilizadores automáticos permiten sostener la renta disponible en las fases bajas del ciclo y contribuyen a preservar el ahorro del sector. En el caso de las empresas, la influencia de las Administraciones Públicas en la situación financiera del sector es mucho menos relevante. Sin embargo, como se observa en el gráfico superior, la capacidad de financiación de las empresas también responde a los mismos patrones. Este comportamiento anticíclico de la capacidad de financiación responde a diversas causas:

En primer lugar, la inversión sigue unos parámetros cíclicos que experimentan oscilaciones mayores que las de la actividad (véase gráfico central). La ampliación de la capacidad productiva, necesaria en fases de expansión para hacer frente a la demanda, requiere elevados recursos, mientras que en las etapas recesivas existe una capacidad productiva ociosa, y las empresas, por lo general, no tienen necesidad de acometer nuevas inversiones.

En segundo lugar, la destrucción de empleo en períodos recesivos se ha traducido en un fuerte aumento de la productividad aparente del trabajo, que ha tendido a deprimir el crecimiento de los costes laborales unitarios (CLU), de forma que ha sido en las etapas en las que se ha destruido empleo en las que se han asentado las bases para la recuperación del excedente (véase gráfico inferior).

En tercer lugar, la instrumentación de una política monetaria restrictiva en períodos de auge, encaminada a atajar las tensiones inflacionistas, conduce a un mayor peso de los gastos financieros en dichos períodos, mientras que la relajación de dicha política con la desaceleración de la economía reduce dichos costes.

En cuarto lugar, la evolución del tipo de cambio contribuye también a explicar el carácter anticíclico de la capacidad de financiación de las empresas en el caso español. Durante la expansión económica del período 1987-1992 se alcanzó un tipo de cambio sobrevalorado, lo que ejerció una presión adicional sobre los balances empresariales; por el contrario, la coincidencia de la depreciación de la peseta con la fase baja del ciclo económico ha permitido a las empresas aumentar con mayor facilidad su excedente. Sin embargo, habría que destacar que, en aquellas empresas endeudadas en moneda extranjera, la depreciación del tipo de cambio ha podido tener un elevado impacto negativo sobre el nivel de sus gastos financieros y, en suma, sobre su situación financiera.

Por último, este comportamiento anticíclico podría estar influido, hasta cierto punto, por un efecto composición: las empresas muy endeudadas o con una estructura financiera deteriorada podrían desaparecer en las recesiones, con lo que el balance conjunto de aquellas empresas que permanecen muestra unos resultados financieros más favorables.

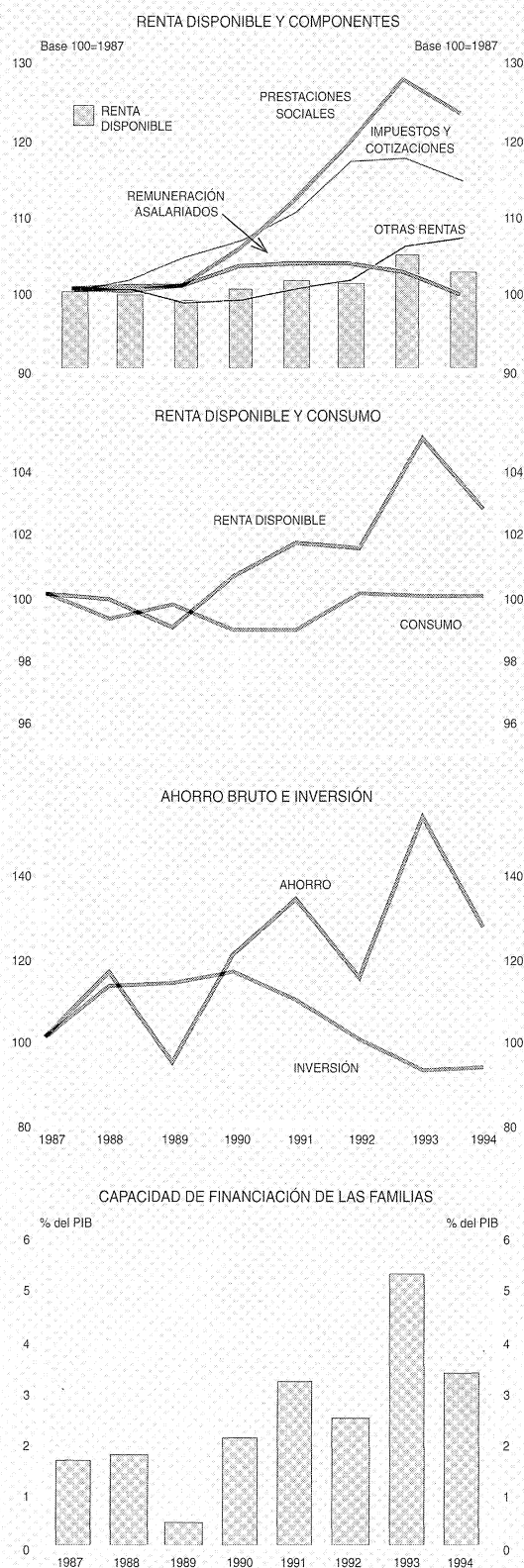
Determinantes de la capacidad de financiación de las empresas



Fuente: Banco de España.

GRÁFICO IV.20

Determinantes de la capacidad de financiación de las familias (% del PIB)



Fuentes: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

pación relativa en el PIB en relación con el año 1987. Diversos factores explican la evolución de esta última variable en los últimos años: en primer lugar, la remuneración de los asalariados redujo su participación relativa en el producto a partir de 1991, como consecuencia de la moderación salarial y la disminución del empleo. Esta se tradujo, a su vez, en un notable aumento de las ganancias de productividad, con lo que el excedente bruto de explotación mejoró significativamente. En segundo lugar, la desaceleración en el ritmo de toma de pasivos en 1993 y 1994 y la significativa disminución de los tipos de interés contribuyeron a reducir la carga financiera de los pasivos empresariales (recuadro IV.5).

Por último, todos estos factores condujeron a una mejora del ahorro bruto de las empresas, que fue solo parcialmente utilizada para financiar nueva inversión —si bien, en el transcurso del año, el ritmo de crecimiento de la inversión en bienes de equipo se fue acelerando, hasta sobrepasar la tasa de aumento del PIB en el cuarto trimestre—.

Las familias continuaron representando el sector que más contribuyó a la capacidad de financiación de la nación, al registrar una aportación de 3,4 puntos del PIB, casi dos puntos por debajo de la experimentada en 1993. Esta caída relativa viene explicada, por un lado, por la moderación salarial y la reducción de empleo que se produjo, en términos medios, en 1994, y, por otro lado, por la significativa desaceleración de las transferencias del Estado recibidas por las familias (gráfico IV.20). Como consecuencia de ello, la renta disponible de las familias, medida en términos reales con el deflactor del consumo privado, registró una caída de un punto porcentual, la primera que ha tenido lugar en los últimos diez años. Por el contrario, el consumo, medido en pesetas constantes, aumentó casi un 1 %, con lo que se produjo una disminución relativa del ahorro bruto del sector. La tasa de ahorro de las familias descendió hasta situarse en torno al 11 %, todavía superior a la tasa media registrada en el período 1986-1992.

Al igual que en el caso de las empresas, en el gráfico IV.20 se analiza la evolución de los principales factores determinantes de la capacidad de financiación de las familias, considerando su participación relativa en el PIB desde 1987. Se observa cómo la renta disponible de las familias ha avanzado posiciones respecto al PIB a medida que la actividad económica se desaceleraba, debido, en buena medida, a las transferencias públicas. Respecto a las prestaciones sociales, es preciso señalar que es a partir de 1992 cuando su impulso expansivo ha

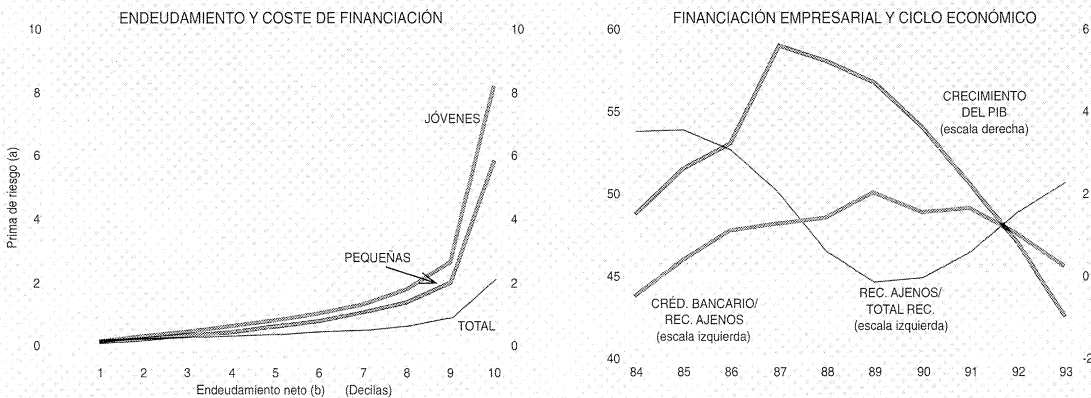
Costes financieros y financiación empresarial

Los modelos teóricos que consideran la existencia de información asimétrica en el mercado de crédito entre prestamistas y prestatarios predicen que las características observables de la empresa, como el colateral o el nivel de endeudamiento, determinan conjuntamente una prima de riesgo que repercute en el coste de la financiación externa. El gráfico de la izquierda proporciona una estimación de la influencia de la situación financiera de las empresas españolas sobre el coste de sus recursos ajenos a partir de la información recogida por la Central de Balances del Banco de España para un conjunto de empresas manufactureras en el período 1984-1992 (1). Según se aprecia en el gráfico, a medida que se incrementa el grado de endeudamiento neto de las empresas, se produce un aumento del coste de los recursos ajenos, al elevarse la prima de riesgo que los prestamistas exigen percibir. Por otro lado, se observa que las empresas más pequeñas (con menor colateral aportable como garantía) y las más jóvenes (con mayor incertidumbre asociada a sus proyectos de inversión) son las que soportan un mayor coste unitario de sus recursos externos, reflejando la importancia del colateral y del riesgo de quiebra en la determinación del coste financiero para las empresas.

El gráfico de la izquierda promedia el endeudamiento neto de las empresas en un período de tiempo amplio para obtener una estimación de su impacto global sobre el coste de la financiación. Sin embargo, a lo largo de estos diez últimos años, la situación cíclica de la economía española ha ido variando sustancialmente, y con ella ha ido evolucionando la posición financiera de las empresas. Así, en los períodos de expansión, la mejora en los beneficios empresariales ha tendido a elevar el volumen de autofinanciación, contribuyendo, de este modo, a reducir las necesidades de financiación externa para acometer nuevos proyectos de inversión. Como se ilustra en el gráfico de la derecha, la proporción de endeudamiento —definida como recursos ajenos sobre total de recursos y calculada en cada año para el total de empresas que colaboraron con la Central de Balances— experimentó una notable reducción a lo largo de la segunda mitad de la década de los ochenta, coincidiendo con la fase alcista del ciclo económico. Este proceso de saneamiento financiero se vio frenado en los primeros años noventa por la pérdida de peso de los recursos propios resultante del empeoramiento de los beneficios empresariales, en un contexto de marcada desaceleración económica. Sin embargo, debe destacarse que, ni siquiera en los momentos más agudos de la reciente crisis económica, se alcanzaron los niveles de deterioro de la posición financiera de las empresas registrados durante el anterior período de recesión.

En España, una elevada proporción de la financiación externa de las empresas proviene de instituciones financieras y se materializa en el corto plazo. La evolución del crédito bancario en relación con el total de recursos ajenos —calculado con información correspondiente al sector de empresas no financieras— se caracteriza por un claro perfil procíclico (gráfico derecho). Este comportamiento del crédito bancario es coherente con el hecho de que sean las empresas de menor tamaño las más dependientes de la financiación bancaria y las que en las fases recesivas se enfrentan a mayores restricciones en su financiación. Este rasgo refleja el carácter especial del crédito bancario como fuente de financiación de las empresas y es coherente con la existencia de información asimétrica en el mercado de crédito. Las entidades de crédito, gracias a la explotación de las economías de escala existentes en las tareas de seguimiento de los riesgos crediticios, pueden proporcionar financiación a las empresas con problemas más acentuados de información asimétrica. Estas, a su vez, ante la imposibilidad de acudir a fuentes alternativas, están dispuestas a soportar el coste de intermediación.

(1) El Documento de Trabajo nº 9506, *Inversión y costes financieros: Evidencia en España con datos de panel*, publicado por el Banco de España, contiene el procedimiento de estimación de la prima de riesgo por endeudamiento neto.



Fuente: Banco de España.
(a) Prima estimada del coste de la financiación externa en puntos porcentuales.
(b) A medida que aumentan las decilas en el eje horizontal, se incrementa el grado de endeudamiento neto de las empresas.

Empresas no financieras y familias
Operaciones financieras

mm

	1992	1993	1994
Ahorro financiero neto (a)	-174	4.077	3.138
De familias	3.068	4.555	3.274
De empresas no financieras	-3.242	-478	-136
Variación neta de activos financieros	7.990	6.889	9.032
Efectivo y depósitos	1.030	2.983	3.400
Valores a corto plazo	-192	-982	-376
Obligaciones	500	223	605
Valores de renta variable (b)	2.191	3.236	1.593
Créditos	3.282	-438	1.288
Resto	1.179	1.867	2.522
Variación neta de pasivos financieros	8.164	2.812	5.895
Valores a corto plazo	-72	-329	-306
Obligaciones	168	215	-74
Valores de renta variable	1.070	906	1.211
Créditos	6.564	954	3.512
Resto	434	1.066	1.552

Fuente: Banco de España.

(a) Diferencia entre las variaciones netas de activos y pasivos financieros.

(b) Incluye participaciones en fondos de inversión.

superado la restricción proveniente de los impuestos y las cotizaciones sociales. Por otra parte, las rentas no salariales, en buena medida procedentes de la prestación de servicios, son las que parecen resistir mejor la fase de recesión económica.

El ahorro financiero neto de las empresas y las familias fue un 4,9 % del PIB en 1994, por debajo del registrado en 1993 (6,7 %). Por tanto, se produjo una acumulación de activos financieros más importante que el aumento de pasivos financieros registrado en el mismo período (cuadro IV.13). La actividad financiera de las empresas y las familias, definida como la suma de las operaciones financieras activas y pasivas, aumentó un 50 % respecto a 1993, aunque se situó por debajo de las cifras registradas en años anteriores. Por sectores, se produjo un deterioro en el ahorro financiero neto de las familias de 2,4 puntos, hasta situarse en torno al 5 % del PIB, mientras que el ahorro de las empresas fue del -0,2 % del PIB, 0,6 puntos superior al del año anterior.

Por el lado de los activos, a medida que fue transcurriendo el año, el aumento de la incertidumbre sobre el nivel futuro de los tipos de interés a medio y largo plazo provocó una intensificación de la demanda de activos a corto plazo, especialmente por parte de las empresas (cuadro IV.14). Así, por ejemplo, los depósitos a la vista registraron un fuerte aumento, que con-

trasta con las disminuciones contabilizadas en dichos depósitos en 1992 y 1993. Las participaciones en fondos de inversión continuaron aumentando, aunque a un ritmo sensiblemente inferior al experimentado en años anteriores. La incertidumbre antes mencionada provocó trasvases de recursos desde los fondos especializados en el medio y largo plazo (FIM) hacia los fondos más orientados al corto plazo (FIAMM), por una parte, y hacia depósitos bancarios, por otra. El proceso de deslocalización de los depósitos continuó en 1994, aunque a un ritmo inferior al del año precedente: alrededor de un 13 % del total de nuevos depósitos de las empresas y las familias se constituyeron en entidades de crédito no residentes, frente a un 18 % en 1993. Al finalizar el año, más del 6 % del total de depósitos del sector privado se encontraban en entidades no residentes (11 % en el caso de las empresas no financieras).

En el conjunto del año, las obligaciones absorbieron casi un 7 % del total del aumento de activos financieros —frente a cifras muy inferiores en los últimos años—, en un contexto en que la curva de rendimientos por plazos presentaba una creciente pendiente positiva. Sin embargo, como se ha mencionado anteriormente, el aumento de la incertidumbre sobre el nivel futuro de los tipos de interés, que iba acrecentándose a medida que transcurría el año, fue progresivamente retrayendo la demanda de valores en los plazos más largos. El au-

CUADRO IV.14

Empresas no financieras y familias
Activos financieros

mm

	Variaciones						Saldos	
	Empresas			Familias			Empresas	Familias
	1992	1993	1994	1992	1993	1994	1994	1994
Total	2.040	808	3.667	5.951	6.081	5.366	47.495	83.279
En % del PIB	3,5	1,3	5,7	10,1	10,0	8,3	73,4	128,8
POR INSTRUMENTOS:								
							PARTICIPACIÓN EN EL TOTAL (%)	
Efectivo y depósitos (1)	-587	578	1.839	1.617	2.405	1.561	27,0	53,7
<i>En sistema crediticio</i>	-1.136	170	1.479	1.552	2.375	1.536	24,2	51,6
<i>En resto del mundo</i>	553	414	359	48	19	1	2,8	2,1
Valores a corto plazo y obligaciones (2)	237	-392	-81	72	-367	310	3,8	4,8
Valores de renta variable	142	276	340	2.050	2.960	1.253	15,3	22,3
<i>Participaciones en fondos de inversión (3)</i>	201	311	103	2.146	3.324	1.100	2,0	12,0
<i>Acciones y otras participaciones</i>	-59	-35	237	-96	-364	153	13,3	10,3
Créditos	2.027	-341	1.064	1.255	-97	224	45,8	6,7
Operaciones de seguro	89	124	139	870	1.020	1.237	2,8	10,4
Resto	132	563	366	87	160	781	5,4	2,1
PRO MEMORIA:								
Activos líquidos [(1) + (2) + (3)]	-149	497	1.861	3.835	5.362	2.971	32,8	70,5

Fuente: Banco de España.

mento de las obligaciones en manos del sector privado no financiero estuvo inducido, en cierta medida, por la masiva salida de los no residentes del mercado de deuda a medio y largo plazo. La absorción de esta oferta se canalizó tanto a través del sector privado como a través de las entidades de crédito: casi el 50 % de la disminución de la cartera de deuda de los no residentes que se produjo entre abril y diciembre de 1994 fue compensada por un aumento de la cartera en firme del sector privado no financiero; si además se tienen en cuenta las cesiones temporales de dichos valores, las familias y las empresas absorbieron el 85 % de aquella disminución.

La mejora de la situación financiera de las empresas en los últimos años permitió, desde el punto de vista de la oferta, un aumento del crédito interempresarial, como fórmula de incentivar el gasto de otras empresas y familias. Por último, continuó la tendencia apreciada en años anteriores sobre la constitución de reservas de seguro. En efecto: desde finales de la década de los ochenta, el sector privado ha venido ahorrando recursos que suponen alrededor de un 2 % del PIB anual para la creación de reservas de seguro, cuyo saldo, a finales de 1994, alcanzaba más del 15 % del PIB, porcen-

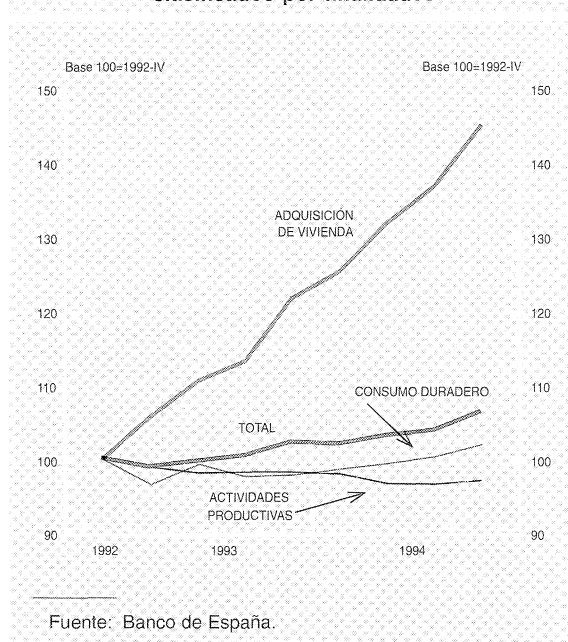
taje que representa el doble del registrado en 1988.

En cuanto a los pasivos financieros (cuadro IV.15), su dinámica en 1994 ha venido dominada, como es usual, por el comportamiento del crédito, procedente tanto de las instituciones financieras como del propio sector privado. Los mercados de valores privados a corto plazo y de renta fija continuaron presentando cifras de emisión neta negativas por cuarto año consecutivo (véase, al respecto, la descripción del apartado IV.3.2). Por el contrario, la emisión de valores de renta variable alcanzó un nivel relativamente elevado, debido, en buena parte, a la demanda ejercida por los inversores no residentes. En concreto, más del 90 % del aumento del saldo de valores de renta variable de las empresas no financieras entre 1991 y 1994 fue absorbido por no residentes.

El crédito se aceleró notablemente en relación con 1993, aunque todavía muestra cifras modestas en comparación con las registradas en el período 1987-1992. Lo más destacable es la menor demanda de préstamos en moneda extranjera, que vino influida por la reducción del diferencial de los tipos de interés a corto plazo con el exterior y por la incertidumbre existente sobre

GRÁFICO IV.21

Créditos concedidos por bancos y cajas de ahorros, clasificados por finalidades



el curso del tipo de cambio, y que condujo a una disminución de casi el 5 % en el saldo de dichos préstamos. Por otra parte, la menor apelación al mercado crediticio exterior se compensó por el aumento del crédito concedido por entidades residentes, que pudieron acomodar la demanda de crédito existente e, incluso, adoptaron una postura más agresiva en el mercado de crédito. Esta postura parece apuntar tanto al mantenimiento del proceso de intensificación de la competencia que se ha venido desarrollando en los últimos años como a las mejores perspectivas sobre la evolución de los morosos en los balances bancarios (véase apartado IV.3.3).

En 1994, el crédito concedido por las entidades de depósito a las empresas y las familias ha mantenido, en cuanto a sus finalidades, unas pautas similares a las del año anterior (gráfico IV.21). La financiación para actividades productivas, que supone alrededor del 60 % del total del crédito concedido, mantuvo la tónica de estancamiento de los ejercicios anteriores, si bien en los últimos meses del año se inició una modesta recuperación. Este estancamiento es el resultado de los flujos de financiación negativa destinados a actividades agrícolas, industriales y de construcción, que no fueron compensados por el aumento de los créditos concedidos al sector servicios. La financiación crediticia otorgada a las familias continuó creciendo a un ritmo elevado, como consecuencia del intenso aumento de los créditos para la adquisición de vivienda, que representan el 70 % de los créditos concedidos a las familias, y cuyo saldo se expandió a ta-

sas cercanas al 20 % anual. Por su parte, la concesión de créditos para financiar la adquisición de bienes de consumo duraderos registró una moderada aceleración en 1994.

El intenso saneamiento financiero llevado a cabo por las empresas y las familias en los últimos dos años favorece la aceleración del ritmo de crecimiento de la actividad económica: por un lado, las posiciones financieras activas del sector privado permiten financiar un aumento del gasto sin necesidad de acudir al endeudamiento; por otro, la existencia de una mayor riqueza financiera reduce el riesgo de morosidad y aumenta el valor de los colaterales disponibles para la demanda de financiación crediticia, lo que abarata el coste de acudir a dicho endeudamiento. Las familias y las empresas presentan unos niveles de riqueza financiera superiores a los registrados al comienzo de la anterior fase expansiva, y se enfrentan, además, con unos tipos de interés del crédito sustancialmente inferiores a los experimentados en la última década. En consecuencia, se registran unas condiciones financieras favorables para asistir a una continuación del despegue del gasto privado en los próximos trimestres.

Sin embargo, existen otros factores que han tendido a debilitar el eventual impulso que este saneamiento financiero podría suponer para la recuperación de la economía. Dichos factores están ligados a la incertidumbre que planea sobre algunas variables económicas y que tiene repercusiones sobre las condiciones financieras. En primer lugar, el mantenimiento de una elevada incertidumbre sobre el nivel futuro de los tipos de interés a largo plazo provoca un desplazamiento de las decisiones financieras, tanto de inversión como de endeudamiento, hacia el corto plazo, lo que perjudica el establecimiento de planes de inversión a medio plazo. Asimismo, la debilidad reciente del tipo de cambio puede pesar en contra de las decisiones de inversión, especialmente las instrumentadas por parte de inversores no residentes. En segundo lugar, parece que los tipos en los mercados crediticios comienzan a reflejar una tendencia alcista, con el consiguiente aumento de los costes financieros para las empresas y familias. En tercer lugar, el mantenimiento de una elevada cifra de paro, la mayor importancia del desempleo de larga duración y, en general, las dudas sobre la sostenibilidad del crecimiento del empleo introducen un elemento de precaución en el comportamiento financiero de las familias. Por último, las incertidumbres sobre el futuro del sistema de prestaciones sociales tienden a incentivar la constitución de unas reservas de ahorro preventivo, superiores a las existentes con anterioridad. En consecuencia, parecen existir razones de índole estructural

**Empresas no financieras y familias
Pasivos financieros**

mm

	Variaciones						Saldos	
	Empresas			Familias			Empresas	Familias
	1992	1993	1994	1992	1993	1994	1994	1994
Total	5.282	1.286	3.803	2.883	1.526	2.092	75.774	38.334
En % del PIB	9,0	2,1	5,9	4,9	2,5	3,2	117,2	59,3
POR SECTORES:								
							PARTICIPACIÓN EN EL TOTAL (%)	
Frente al sistema crediticio	1.376	-287	1.029	1.688	1.171	998	37,0	53,4
Valores a corto plazo y obligaciones	96	239	-281	—	—	—	1,7	—
Valores de renta variable	68	300	331	—	—	—	3,0	—
Créditos	1.212	-826	979	1.688	1.171	998	32,3	53,4
Frente a empresas no financieras y familias	1.008	-1.282	231	1.067	-148	424	30,2	30,3
Valores a corto plazo y obligaciones	-36	-408	-212	—	—	—	1,5	—
Valores de renta variable	-109	-523	-419	—	—	—	10,7	—
Créditos	1.153	-351	862	1.067	-148	424	18,0	30,3
Frente al resto del mundo	2.219	1.957	1.222	113	94	163	20,3	6,8
Valores a corto plazo y obligaciones	-111	-33	125	—	—	—	0,5	—
Valores de renta variable	960	1.014	1.040	—	—	—	11,7	—
Créditos	1.370	976	57	113	94	163	8,1	6,8
Resto	679	898	1.321	15	409	507	12,5	9,5

Fuente: Banco de España.

que apuntarían a la consolidación de una mayor propensión a ahorrar de las familias. Este aumento del ahorro podría representar una aportación positiva para la consecución de un crecimiento sostenido no inflacionista.

IV.4.2. Ahorro y necesidad de financiación de la economía: la balanza de pagos

En 1994 se produjo un ligero aumento de las necesidades de financiación de la economía española, que reflejaba un incremento moderado del déficit por cuenta corriente. El escaso avance en la contención de las necesidades netas de las Administraciones Públicas y la moderación del proceso de ajuste de la posición financiera de los agentes privados, que se manifestó en una cierta disminución del ahorro neto del sector, explican, desde el punto de vista de los flujos sectoriales, este resultado.

La evolución de la balanza por cuenta corriente a lo largo de 1994 refleja, en gran medida, el agotamiento del proceso de corrección del déficit de la balanza comercial, frenado por el progresivo aumento de las importaciones en

un marco de recuperación económica. La balanza de capitales, por su parte, recoge también el cambio en la posición cíclica de la economía, así como dos de las características más destacables de los mercados financieros: la estabilidad de los mercados de divisas a lo largo de casi todo el año y la crisis de los mercados de deuda. Todo esto se ha traducido en un aumento de la inversión directa y en una reducción de la cuantía de los flujos de entradas y de salidas de capitales, que ha traído consigo una disminución del componente especulativo en las transacciones financieras con el exterior.

En 1994, el déficit de la balanza de pagos por cuenta corriente (4) ascendió a 515 mm, lo

(4) En este apartado se analizan las cifras de la Balanza de Pagos elaborada por el Banco de España según la metodología del Fondo Monetario Internacional. Debe tenerse en cuenta que estos datos presentan algunas diferencias metodológicas con los de la cuenta del resto del mundo, integrada en las cuentas financieras que se analizan en el resto del capítulo, si bien, estas discrepancias son de índole menor. En la publicación *Balanza de Pagos de España, 1994* se ofrece un análisis detallado de la evolución de las operaciones de bienes, servicios y financieras con el resto del mundo en el último año.

Balanza de Pagos: resumen

mm

	1993			1994		
	Ingresos	Pagos	SalDOS	Ingresos	Pagos	SalDOS
Cuenta corriente	14893	15202	-309	17291	17806	-515
Mercancías	7876	9774	-1897	9936	11871	-1935
Servicios	3952	2516	1436	4539	2639	1900
<i>Turismo</i>	<i>2514</i>	<i>602</i>	<i>1912</i>	<i>2879</i>	<i>552</i>	<i>2327</i>
<i>Otros servicios</i>	<i>1438</i>	<i>1914</i>	<i>-476</i>	<i>1660</i>	<i>2087</i>	<i>-427</i>
Rentas de inversión	1505	1953	-448	1187	2247	-1060
Transferencias	1560	960	600	1629	1049	580
<i>Administraciones Públicas</i>	<i>1144</i>	<i>764</i>	<i>380</i>	<i>1176</i>	<i>846</i>	<i>330</i>
<i>Otros sectores residentes</i>	<i>416</i>	<i>197</i>	<i>220</i>	<i>454</i>	<i>203</i>	<i>250</i>
	Variación de pasivos	Variación de activos	SalDOS	Variación de pasivos	Variación de activos	SalDOS
Cuenta de capital	10561	10251	309	-243	-758	515
Inversiones de España en el exterior	—	1207	-1207	—	739	-739
Inversiones del exterior en España	8043	—	8043	-1317	—	-1317
Préstamos y depósitos de España en el exterior	—	9402	-9402	—	-1578	1578
Préstamos y depósitos del exterior en España	2517	—	2517	1075	—	1075
Reservas	—	-574	574	—	-7	7
Partidas no clasificadas, errores y omisiones	—	216	-216	—	88	-88

Fuente: Banco de España.

que supuso un aumento de 206 mm, en relación con el año anterior; en términos del PIB, el saldo corriente se situó en el -0,8 %, frente al -0,5 % registrado en 1993. Aunque este deterioro tuvo su origen en el incremento notable del déficit de la balanza de rentas, también hay que señalar el ya citado agotamiento de la corrección del déficit de la balanza de mercancías. El saldo por turismo, por el contrario, intensificó la tendencia favorable que venía mostrando desde 1992, mientras que el de otros servicios y el de transferencias permanecieron prácticamente estabilizados (cuadro IV.16).

A lo largo de 1994, la mejora que había iniciado el déficit comercial a finales de 1992 mostró un punto de inflexión. Durante la primera mitad del año, el extraordinario dinamismo de las exportaciones de bienes propició una reducción del déficit comercial. Sin embargo, la intensa respuesta de las importaciones en la fase expansiva del ciclo, con un perfil de recuperación muy acentuado a lo largo del año, junto con la aparición de un nuevo deterioro de la relación real de intercambio, fruto de la tendencia alcista que presentaron los precios de importación en pesetas, se tradujeron en una ligera ampliación del déficit comercial en la segunda parte del año. En el promedio de 1994, la tasa de crecimiento nominal de las exportaciones de mercancías fue

del 26,1 %, mientras que la de las importaciones se situó en el 21,4 %, situando el déficit comercial, en el conjunto del año, en 1.935 mm, 38 mm más que en 1993.

El superávit de la balanza de servicios experimentó una mejoría notable en 1994, resultado, fundamentalmente, de la favorable evolución del saldo de turismo, que aumentó en 415 mm, y, en menor medida, del comportamiento del déficit de otros servicios, que, tras un largo período de aumento continuado, experimentó una ligera corrección.

En el promedio de 1994, los ingresos por turismo crecieron un 14,5 %, mientras que los pagos mostraron un descenso del 8,5 %. El abaratamiento de los precios relativos, derivado de la depreciación de la peseta, y el clima de recuperación económica de los países europeos estimularon el buen comportamiento de los ingresos por turismo en los dos últimos años. No obstante, frente al notable dinamismo de estos en la primera mitad de 1994, posteriormente se observó una ligera desaceleración, a medida que se debilitaba la fortaleza del impulso derivado de la evolución cambiaria. Por su parte, el retroceso de los pagos estuvo inducido por el comportamiento de la renta disponible de los consumidores y por el encarecimiento relativo de los servicios turísticos exteriores.

En cuanto al resto de los servicios, cabe destacar la evolución expansiva de las operaciones relacionadas con el transporte de mercancías y viajeros, que alcanzaron tasas de variación elevadas, tanto en ingresos como en pagos, en coherencia con el comportamiento de los flujos de comercio de bienes y del turismo.

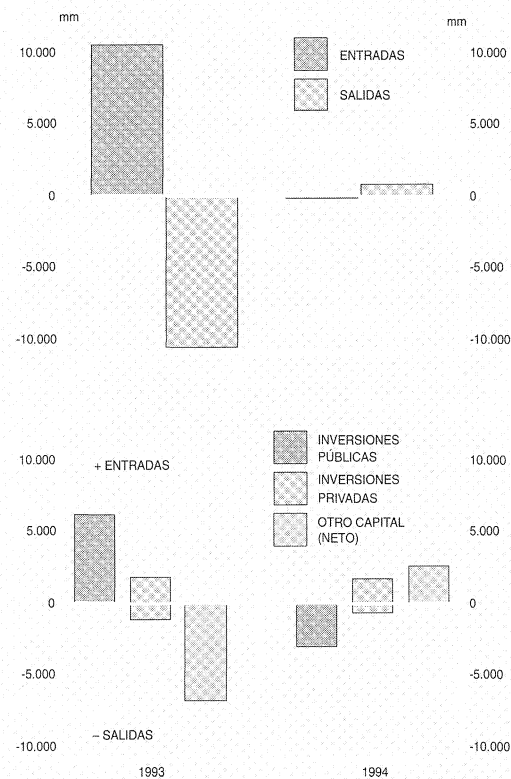
El déficit por rentas de inversión (5) experimentó un importante deterioro en 1994, situándose en 1.060 mm (612 mm más que en 1993), resultado, tanto del retroceso de los ingresos como del avance notable de los pagos. En relación con los primeros, la caída registrada se explica, principalmente, por la disminución de los resultados totales de la colocación de reservas en el exterior. Por su parte, el fuerte aumento de los pagos por rentas correspondió, en su práctica totalidad, al sector de Administraciones Públicas, cuyo déficit experimentó un deterioro significativo. No obstante, hay que señalar que dicho deterioro se concentró en el primer trimestre del año, observándose posteriormente una mejora progresiva, en línea con la disminución de las tenencias de deuda de los no residentes. Por lo que respecta al sector privado, en un contexto de mejora de la rentabilidad de la economía española, los pagos por dividendos experimentaron un aumento sustancial a lo largo del año.

Finalmente, el saldo de la balanza de transferencias permaneció prácticamente estabilizado en relación con el año anterior. En el apartado de transferencias privadas se aprecia una ligera mejoría, fruto del aumento de los ingresos de remesas de emigrantes, que el año anterior habían mostrado un retroceso. Por el contrario, el superávit de transferencias públicas —que recoge la evolución de los flujos financieros entre España y la UE— experimentó cierto deterioro en comparación con 1993, debido a desfases administrativos en la ejecución del presupuesto comunitario, que indujeron un trasvase de ingresos a los primeros meses de 1995.

En 1994, el flujo neto de recursos exteriores recibido por la economía española experimentó un aumento considerable, en relación con el año anterior. En un marco de apreciable reducción de las necesidades de financiación exterior, ello se tradujo en una variación prácticamente nula de las reservas centrales (–7 mm),

(5) Las cifras de rentas de inversión pública de la Balanza de Pagos española se han contabilizado, de acuerdo con lo establecido en el V Manual del FMI, aplicando el principio contable de devengo, lo que ha corregido las distorsiones que introducían las operaciones de «lavado de cupón», que alcanzaron una gran relevancia en el conjunto de 1994. En el informe *Balanza de Pagos de España, 1994* se ofrece una explicación detallada de estas peculiaridades metodológicas.

GRÁFICO IV.22
Entradas y salidas de capital: composición



Fuente: Banco de España.

frente a la caída de 574 mm registrada en 1993 (cuadro IV.17). A pesar de las intensas perturbaciones registradas en los mercados de deuda a medio y largo plazo, que generaron un elevado volumen de desinversiones extranjeras en valores públicos, la estabilidad del tipo de cambio de la peseta durante casi todo el año y la recuperación progresiva de la actividad económica propiciaron unas entradas netas de capitales relativamente cuantiosas, tanto por el aumento de las inversiones extranjeras en valores privados y en pasivos bancarios en pesetas como por la disminución de los activos exteriores del sistema crediticio.

Esta mejora de la balanza de capitales española estuvo acompañada de un cambio favorable en su configuración (gráfico IV.22). Así, durante 1994 se registró una reducción sustancial del volumen de transacciones y de la variabilidad de las mismas, características ambas asociadas al patrón de inestabilidad cambiaria que prevaleció durante buena parte del año 1993. Mientras que en dicho año la variación de activos y de pasivos exteriores supuso un 17 % del PIB en ambos casos, en 1994 los flujos de entradas y de salidas de capitales repre-

Balanza de Pagos: cuenta de capital

mm

	1993	1994
BALANZA CUENTA DE CAPITAL	309	515
VARIACIÓN DE PASIVOS FRENTE AL EXTERIOR:		
Inversiones	8.043	-1.317
Excluidos valores negociables	1.027	1.310
Valores negociables	7.016	-2.627
<i>Sistema crediticio</i>	506	207
<i>Administraciones Públicas</i>	6.214	-3.099
<i>Otros sectores residentes</i>	296	264
Otro capital	2.517	1.075
Administraciones Públicas	21	184
<i>Préstamos a largo plazo</i>	116	36
<i>Préstamos a corto plazo</i>	-95	149
Otros sectores residentes	803	-104
<i>Préstamos a largo plazo</i>	634	-36
<i>Préstamos a corto plazo</i>	169	-68
Sistema crediticio	1.694	995
<i>Préstamos y depósitos a largo plazo</i>	212	89
<i>Préstamos a corto plazo</i>	-25	-25
<i>Cesiones temporales</i>	178	1.322
<i>Depósitos a corto plazo</i>	1.329	-391
VARIACIÓN DE ACTIVOS FRENTE AL EXTERIOR:		
Inversiones	1.207	739
Directas	337	566
Cartera	870	173
Otro capital	9.402	-1.578
Administraciones Públicas	79	99
Otros sectores residentes	1.007	806
<i>Préstamos y depósitos a largo plazo</i>	29	54
<i>Préstamos y depósitos a corto plazo</i>	978	752
Sistema crediticio	8.316	-2.483
<i>Préstamos y depósitos a largo plazo</i>	92	238
<i>Préstamos a corto plazo</i>	298	-26
<i>Adquisiciones temporales</i>	3.214	-1.627
<i>Depósitos a corto plazo</i>	4.712	-1.067
Reservas	-574	-7
No clasificadas y errores y omisiones	216	88

Fuente: Banco de España.

sentaron un 0,4 % y un 1,3 % del PIB, respectivamente. En relación con la composición de los movimientos de capital con el exterior, se produjo una drástica disminución de su componente especulativo. Mientras que en 1993 la toma de pasivos exteriores se instrumentó, fundamentalmente, en inversiones en deuda pública desencadenadas por las expectativas de ganancias de capital y financiadas, en gran parte, en el mercado interno, durante 1994 se deshicieron gran parte de dichas posiciones, y se produjo una recuperación de la inversión privada de carácter directo. De hecho, las entradas de capital de mayor importancia se materializaron en este tipo de operaciones, y, en menor

medida, en préstamos y depósitos. Simultáneamente, desde el punto de vista de los activos exteriores, se produjo una disminución significativa de las operaciones de préstamos y de depósitos a corto plazo en el exterior, que habían estado vinculadas a las modificaciones en las condiciones de rentabilidad y, especialmente, a la aparición de incertidumbres sobre el tipo de cambio de la peseta.

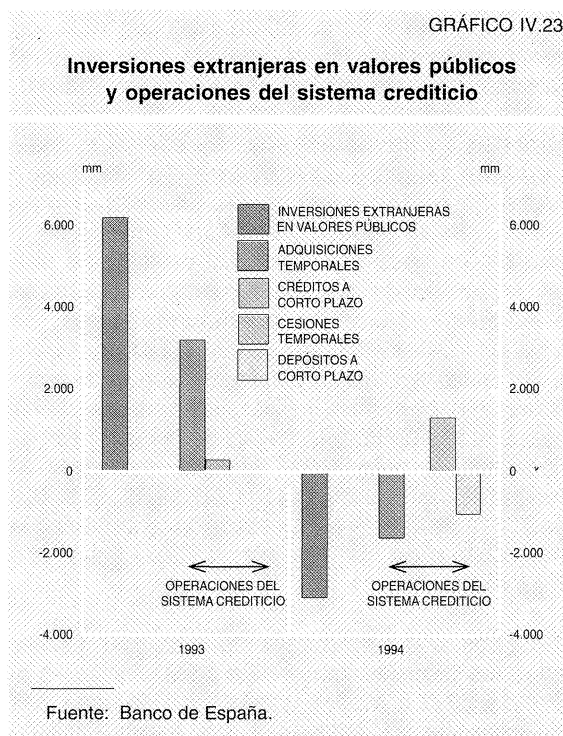
En el transcurso de 1994, en un contexto de mejora de la posición cíclica de los principales países industrializados y de recuperación de la actividad económica nacional, se produjo un aumento de la afluencia de capitales hacia la

economía española a través de las inversiones extranjeras que excluyen valores negociables (1.310 mm). Estas, asimilables, grosso modo, a inversiones directas, se materializaron, en su práctica totalidad, en adquisición de acciones no cotizadas y en ampliaciones de capital.

A los efectos positivos de esta situación se contrapuso la fuerte inestabilidad que caracterizó a los mercados de deuda a medio y largo plazo internacionales a partir de febrero. El aumento continuado de las rentabilidades negociadas en los mercados de deuda que se inició en dicho mes fue, en parte, la causa, y, en parte, el resultado, de las elevadas ventas de valores públicos a medio y largo plazo de no residentes, cuyo importe ascendió a 3.099 mm. En efecto: la conclusión del episodio de expectativas bajistas sobre los tipos de interés invirtió el proceso de acumulación de deuda pública en las carteras de no residentes que se había registrado en 1993 (6.214 mm). A su vez, la magnitud de las ventas de valores públicos por no residentes explica, en cierta medida, la intensidad de la caída de los precios de la deuda.

El comportamiento seguido por los no residentes en el mercado de deuda condicionó la evolución de las rúbricas de la balanza de capital correspondientes al sistema crediticio. En un contexto de notable estabilidad del tipo de cambio de la peseta durante la mayor parte del año, los no residentes sustituyeron una buena parte de sus posiciones de deuda a vencimiento por posiciones temporales, mediante operaciones simultáneas de adquisición de valores públicos al sistema crediticio, con el fin de eliminar el riesgo de tipos de interés de sus tenencias de deuda (gráfico IV.23). Ello supuso que, de forma paralela a la caída de los pasivos de las Administraciones Públicas frente al resto del mundo, se registrara un aumento de las entradas de capital a corto plazo a través del sistema crediticio. Asimismo, los no residentes, para cubrir el riesgo de cambio de sus posiciones en pesetas, realizaron operaciones swap de venta de pesetas contra moneda extranjera con las entidades de crédito residentes, lo que llevó a estas últimas a tomar importantes posiciones deudoras (cortas) en divisas, frente a las elevadas posiciones acreedoras (largas) en moneda extranjera mantenidas durante 1993.

Adicionalmente, y dado que un porcentaje elevado de la cartera de valores públicos de no residentes estaba financiado en el mercado interno, bien mediante la toma de préstamos en pesetas, o bien a través de operaciones simultáneas de cesión temporal de los títulos al sistema crediticio, la cancelación de estas operaciones de financiación, con ocasión de la venta de los valores, se tradujo en una disminución de



los activos exteriores del sistema crediticio, lo que determinó que una buena parte de las desinversiones extranjeras en valores públicos no se reflejara en un aumento de las salidas netas de capitales (gráfico IV.23).

Como resultado de todo ello, en el conjunto del año las entidades residentes canalizaron unas entradas netas de capitales de 3.478 mm, frente al importe de 6.622 mm de salidas netas registrado en 1993.

Durante 1994, gran parte de los flujos de salidas de capitales respondió a la adquisición de activos exteriores por parte del sector privado no financiero residente, cuyo importe ascendió a 1.545 mm, frente a los 2.241 mm registrados en 1993. El menor ritmo de aumento de estas operaciones reflejó la disminución, tanto de las inversiones españolas en el exterior (739 mm, frente a 1.207 mm en 1993) como de las operaciones de préstamos y de depósitos (806 mm, frente a 1.007 mm en 1993). En el primer caso, la desaceleración se centró en las inversiones de cartera, ante la evolución desfavorable de los precios de la renta fija y variable en los mercados internacionales. Por su parte, la menor expansión de los depósitos a corto plazo en bancos no residentes vino determinada por la normalización de los mercados cambiarios, que se tradujo en una evolución muy similar del tipo de interés interno y externo de la peseta.

El comportamiento de los flujos de capital entre España y el exterior en el último año se-

ñala una mejora de la balanza de capitales, en relación con el bienio 1992-1993, que se pone de manifiesto, no solo en la evolución de las reservas exteriores, sino también en el cambio de composición de las entradas de capitales anteriormente descrito. Esta nueva situación, que define un patrón de financiación exterior más estable, en un contexto de afianzamiento de la fase cíclica ascendente de los principales países industrializados y de la situación económica nacional, reduce las incertidumbres que, en torno a la financiabilidad de los déficit por cuenta corriente, se manifestaron en períodos anteriores. No obstante, la persistencia de cierta inestabilidad en los mercados de bonos internacionales y la reaparición de tensiones cambiarias en los primeros meses de 1995 suscitan ciertos factores de riesgo para la estabilidad a medio plazo de los movimientos de capital con el exterior.

En los primeros meses de 1995 han proseguido las grandes tendencias constatadas en el último año. La mayor generación de recursos por parte de las empresas y el mantenimiento de una tasa moderada en el consumo de las familias tienden a favorecer el incremento del ahorro financiero neto privado, a pesar de la progresiva recuperación de la inversión emprendida por dicho sector. Siguen siendo las necesidades de financiación de las Administraciones Públicas las que frenan la reducción de las necesidades de financiación global de la economía. Aunque los datos conocidos sobre la evolución de la Balanza de Pagos muestran superávit de cuenta corriente en los primeros

meses del año, las previsiones, para el conjunto del año, no permiten esperar una reducción significativa en el volumen de recursos que será necesario recabar del exterior.

La recuperación de la inversión y del consumo podría conducir, incluso, a un deterioro del excedente financiero de las familias y las empresas, que en los últimos años han llevado a cabo un intenso saneamiento de su posición financiera. Esta evolución ha de ser, necesariamente, compensada por una disminución del desahorro público, que debe de ir más allá del directamente inducido por la mejora de la situación cíclica. La contribución, en este sentido, de la política fiscal, junto con una política monetaria vigilante y orientada inequívocamente a la estabilidad de precios, deberían poner, a lo largo de 1995, las condiciones para, por una parte, contener la disminución del ahorro financiero neto de los agentes privados, y, por otra, sustentar expectativas favorables de los agentes acerca de la sostenibilidad del crecimiento económico y la reducción de la tasa de inflación, de acuerdo con los objetivos anunciados por el Banco de España. La generación de estas expectativas limitaría los efectos negativos de las perturbaciones financieras o cambiarias —en buena parte inducidas por las dudas de los mercados acerca de la capacidad de las autoridades para corregir el deterioro de las finanzas públicas—, que en el pasado reciente han afectado con particular rigor a la economía española, y contribuiría a desarrollar unos patrones de crecimiento monetario y de financiación más estables.

BALANCE Y CUENTA DE RESULTADOS
DEL BANCO DE ESPAÑA

1. BALANCE Y CUENTA DE RESULTADOS DEL BANCO DE ESPAÑA

El balance y la cuenta de resultados son provisionales, al estar pendientes de aprobación por el Gobierno, en los términos previstos en el

artículo 4.2 de la Ley 13/1994, de 1 de junio, de Autonomía del Banco de España.

Sobre la base de este balance, se desarrollan los epígrafes más importantes o que han tenido una variación más acusada en 1994.

1.1. Balance

Balance del Banco de España			mm
	Saldos al 31.12.94	Variaciones s/31.12.93	
Activo			
Activos exteriores	5.711	-420	
Estado	1.878	-39	
Otras cuentas del sector público	257	-1	
Crédito a entidades financieras	5.948	-579	
Cartera de valores	483	-25	
Inmovilizado	44	-1	
Efectos y demás derechos a cobrar	32	-380	
Diversas cuentas	82	1	
Cuentas de periodificación	105	2	
TOTAL ACTIVO	14.540	-1.442	
Pasivo			
Capital de nacionalización	—	—	
Fondos de reserva	800	-372	
Billetes en circulación	7.324	641	
Derechos especiales de giro asignados	57	-1	
Pasivos exteriores	10	3	
Estado	1.843	-1.358	
Organismos autónomos de la Administración del Estado	276	15	
Otras cuentas del sector público	66	8	
Cuentas acreedoras de entidades financieras	3.876	-72	
De ellas:			
Entidades de crédito y ahorro	940	138	
Cesión temporal de activos	170	117	
Certificados del Banco de España	2.689	-324	
Cuentas acreedoras de otros agentes	3	—	
Efectos y otras obligaciones a pagar	93	72	
Diversas cuentas	3	-3	
Resultados pendientes de ingreso al Tesoro	95	-416	
Cuentas de periodificación	94	41	
TOTAL PASIVO	14.540	-1.442	

1.1.1. Activos exteriores

Este epígrafe del balance del Banco de España representa el contravalor en pesetas de la posición de reservas exteriores, cuyos componentes básicos son el oro (337 mm), las divisas convertibles (4,3 billones), los ecus en el Instituto Monetario Europeo (1 billón) y el Fondo Monetario Internacional, posición neta (146 mm).

1.1.2. Estado

El conjunto de los saldos del «Estado», del activo y del pasivo, que representa un valor neto a favor del Banco de 35 mm, se compone de los correspondientes a las siguientes cuentas:

Estado. Cuentas	
	mm
Cuenta especial, Ley 3/1983	487
Cuenta especial, art. 61 (Ley 37/88)	84
Cuenta especial, Ley 4/1990	1.156
Créditos por suscripción de participaciones, contribuciones y cuotas en organismos internacionales	136
Subrogación créditos Tabacalera, S.A., Ley 31/91	15
Otras cuentas (neto)	-1.843
Saldo	35

1.1.3. Otras cuentas del sector público

Créditos concedidos a organismos y empresas nacionales, en virtud de lo dispuesto en el artículo 21 del Decreto Ley 18/1962, de 7 de junio, modificado por RDL 35/1977, de 13 de junio.

Organismos públicos. Cuentas	
	mm
Metro de Madrid	1,0
Tesorería General de la Seguridad Social	256,1
Saldo	257,1

1.1.4. Cartera de valores

La cartera de valores del Banco de España, hasta el 30 de diciembre de 1988, estaba integrada por la cartera de renta, cartera de circulación fiduciaria y la cartera de mercado abierto. En aplicación del artículo 128 de la Ley 37/1988, de 28 de diciembre, de Presupuestos Generales del Estado para 1989, estas tres carteras se refundieron en una sola, denominada «Cartera de valores art. 28, Decreto Ley 18/62», cuya composición es la que a continuación se detalla:

Cartera de valores. Clase de valores		
	Millones de pesetas	
	Importe	
	Pesetas nominales	Pesetas efectivas
Deuda del Estado. Anotaciones	518.113	475.383
Pagarés del Tesoro	—	—
Letras del Tesoro	—	—
Bonos y obligaciones	518.113	475.383
Deuda del Estado. Títulos físicos	3.645	1.409
Deuda perpetua	3.092	903
Amortizable	553	506
Bonos y obligaciones	—	—
Otros valores	5.349	5.168
Deuda de Administraciones Territoriales	42	36
Cédulas para inversiones y EOC	1.498	1.416
Obligaciones INI	2.320	2.311
Otros	1.489	1.405
Valores privados de renta fija	116	107
Electricidad	116	107
Telefonía	—	—
Valores privados de renta variable	589	807
Telefonía	—	—
Bancarios	589	807
Contribuciones al Instituto Monetario Europeo	200	200
Saldo de cartera de valores	528.012	483.074

1.2. Cuenta de resultados

Cuenta de resultados		
	mm	
	1993	1994
INGRESOS BRUTOS	1.378,4	705,8
Rendimiento de operaciones interiores	578,8	499,1
Intereses	525,0	447,0
Cartera de valores	49,7	47,9
Otros	4,1	4,2
Rendimiento de operaciones exteriores	799,6	206,7
Intereses y rendimientos	497,7	262,0
Resultados en compraventa de divisas	301,9	-55,3
Otros	—	—
GASTOS TOTALES	365,4	460,3
Gastos de administración	38,8	40,7
Personal	22,5	23,4
Haberes y emolumentos	17,0	17,5
Seguridad Social	3,7	3,8
Obras sociales	1,8	2,1
Emisión y conducción de billetes	7,3	7,3
Gastos generales	9,0	10,0
Gastos financieros	193,4	206,2
Por operaciones interiores	189,7	203,5
Certificados del Banco de España	189,7	171,1
Intereses cuentas del Tesoro	—	32,4
Por operaciones exteriores	3,7	2,7
Dotaciones a fondos especiales	132,2	212,4
Art. 3º, Ley 192/64	1,0	1,0
RESULTADOS	1.013,0	245,5

2. EMISIÓN Y CIRCULACIÓN DE BILLETES Y MONEDAS

Estructura de la circulación de billetes								
								Variación anual
	Circulación				Participación por series (%)			
	En millones de billetes		En miles de millones de pesetas		En el número de billetes		En el valor de la circulación	
	31.12.94	31.12.93	31.12.94	31.12.93	31.12.94	31.12.93	31.12.94	31.12.93
SERIES:								
10.000	370,0	322,2	3.700,4	3.221,9	26,0	24,0	50,5	48,2
5.000	605,5	580,2	3.027,5	2.901,0	42,6	43,3	41,3	43,4
2.000	158,6	131,7	317,3	263,3	11,2	9,8	4,3	3,9
1.000	273,1	290,9	273,1	291,0	19,1	21,8	3,8	4,4
Suma parcial	1.407,2	1.325,0	7.318,3	6.677,2	98,9	98,9	99,9	99,9
500 (a)	8,2	8,5	4,1	4,2	0,6	0,6	0,1	0,1
200 (a)	6,5	6,6	1,3	1,3	0,5	0,5	—	—
TOTAL	1.421,9	1.340,1	7.323,7	6.682,7	100,0	100,0	100,0	100,0
(a) Billetes en período de canje.								

Estructura de la circulación de moneda								
								Variación anual
	Circulación				Participación por clases (%)			
	En millones de piezas		En miles de millones de pesetas		En el número de piezas		En el valor en pesetas	
	31.12.94	31.12.93	31.12.94	31.12.93	31.12.94	31.12.93	31.12.94	31.12.93
CLASES:								
2.000	7,3	—	14,6	—	0,1	—	4,4	—
500	178,8	171,6	89,4	85,8	1,1	1,1	26,8	28,0
200	110,1	108,9	22,0	21,8	0,7	0,7	6,6	7,1
100	1.092,5	1.048,1	109,2	104,8	7,0	6,9	32,8	34,2
50	207,2	201,3	10,4	10,1	1,3	1,3	3,1	3,3
25	1.677,9	1.588,9	41,9	39,7	10,7	10,5	12,6	13,0
10	320,4	307,6	3,2	3,1	2,0	2,0	1,0	1,0
5	4.854,1	4.682,4	24,3	23,4	30,9	31,0	7,3	7,6
2	47,1	47,2	0,1	0,1	0,3	0,3	—	—
1	7.214,5	7.009,2	7,2	7,0	45,9	46,2	2,1	2,3
Conmemorativas	2,8	2,7	11,1	10,6	—	—	3,3	3,5
TOTAL	15.712,7	15.167,9	333,4	306,4	100,0	100,0	100,0	100,0

ANEJO LEGISLATIVO

Al igual que en informes anteriores, se ofrece a continuación un resumen de las principales normas relativas al sistema financiero español y, en particular, a las competencias del Banco de España aparecidas durante 1994 y los tres primeros meses de 1995.

Las nuevas disposiciones aparecen ordenadas con un doble criterio. En primer lugar, se recoge un extracto de las normas legales más significativas, siguiendo un orden cronológico con agrupación mensual. Cuando varias disposiciones constituyen el desarrollo normativo de un mismo tema, se agrupan en el apartado correspondiente a la fecha de la disposición de mayor rango.

Siguiendo el mismo criterio que en el caso anterior, para facilitar la plena comprensión de

la regulación de algún asunto, cuando esta se haya realizado a través de dos o más normas del mismo rango publicadas en diferentes momentos a lo largo del año, se lleva a cabo una agrupación de todas ellas en el apartado correspondiente a la norma más antigua.

La mayor parte de estas disposiciones ha sido comentada ampliamente en los artículos trimestrales sobre regulación financiera que se publican en el Boletín económico del Banco de España. Por ello, en segundo lugar, se ofrece un catálogo sistemático de materias cuya normativa ha sido objeto de modificaciones desde enero de 1994, especificando el mes en que se publicó el Boletín económico donde fueron analizadas.

27.4.1995

1. PRINCIPALES NORMAS RELATIVAS AL SISTEMA FINANCIERO ADOPTADAS DESDE ENERO DE 1994 A MARZO DE 1995

1994	
ENERO	<p>DEUDA DEL ESTADO: CONDICIONES DE EMISIÓN PARA 1994 Y ENERO DE 1995.— Se han establecido en la Ley de Presupuestos Generales del Estado para 1994 las condiciones de emisión de deuda del Estado para 1994 y para el mes de enero de 1995, con la limitación de 4 billones de pesetas. Cabe resaltar que se adaptan a los preceptos del Tratado de la Unión Europea, que prohíben a las Administraciones Públicas apelar a la financiación del Banco de España. Respecto a los procedimientos de emisión, siguiendo las previsiones del Tratado, desaparece la entrega de deuda al Banco de España, sin subasta previa, para su mantenimiento en cartera o ulterior cesión. En cuanto a la celebración de las subastas, se modifica el régimen de las ofertas competitivas, en el sentido de que la DGTPF podrá limitar el número y el importe máximo de las mismas, así como fijar un precio mínimo para tenerlas por válidamente presentadas. Por otro lado, respecto a las emisiones de bonos y obligaciones del Estado, se ha publicado el calendario de subastas para el año 1994 y enero del 1995. Como novedades, cabe reseñar la supresión del período de suscripción pública después de la subasta, debido a la posibilidad de formular ofertas no competitivas, cuyo valor nominal mínimo será de 10.000 PTA y múltiplos de esa cantidad, siendo 25 millones de pesetas el importe máximo en cada subasta. Finalmente, se ha adelantado la fecha de pago para los no titulares de cuentas en la Central de Anotaciones al día hábil anterior a la puesta en circulación de los valores, para evitar las incidencias contables originadas por las posibles anulaciones de peticiones aceptadas en las subastas. (RD 3/1994, de 14 de enero; Orden de 24 de enero de 1994 y Resolución de 26 de enero de 1994, de la DGTPF)</p> <p>CONVENIOS DE COLABORACIÓN RELATIVOS A FONDOS DE INVERSIÓN EN DEUDA DEL ESTADO.— Se han modificado algunos aspectos de los convenios de colaboración de la DGTPF con las sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva para la creación de fondos de inversión colectiva dedicados a la colocación de la deuda pública (FOND-TESORO). El aspecto más destacable es que las comisiones y gastos fijados en los convenios-tipo tendrán la consideración de máximos. (Orden de 25 de enero de 1994)</p> <p>INSTITUCIONES DE INVERSIÓN COLECTIVA: ASPECTOS VARIOS.— Dado el importante grado de implantación en los mercados financieros de las instituciones de inversión colectiva, así como su alto nivel de sofisticación en el desarrollo de su actividad, se ha revisado su normativa, precisando determinados aspectos en la contabilización de la cesión de valores en préstamo, en la operatoria de futuros y opciones, y en la confección de la información trimestral que estas entidades deben suministrar a la CNMV. En este sentido, las sociedades gestoras de las instituciones de inversión colectiva y las sociedades de inversión mobiliaria deberán adjuntar en el mismo soporte magnético, pero de forma separada, los datos que, figurando en la información reservada a la CNMV, deban también figurar en la información pública que remiten a sus socios y partícipes. (CCNMV 4/1993, de 29 de diciembre)</p>
FEBRERO	No se publicó legislación financiera relevante.
MARZO	<p>MODIFICACIONES EN LA NORMATIVA DE RECURSOS PROPIOS DE LAS ENTIDADES FINANCIERAS.— Se ha modificado la normativa de recursos propios de las entidades financieras, a fin de que las condiciones de computabilidad de las financiaciones subordinadas no sean más restrictivas en la normativa española que en la comunitaria, suprimiéndose en este sentido las limitaciones en el pago de intereses en el caso de que la entidad financiera tuviera pérdidas. También se han realizado determinadas adaptaciones en la aplicación de esta normativa que benefician a las sucursales de entidades de crédito de terceros países, no comunitarios. (RD 538/1994, de 25 de marzo, y CBE 2/1994, de 4 de abril)</p> <p>FONDO DE GARANTÍA DE DEPÓSITOS EN ESTABLECIMIENTOS BANCARIOS: MODIFICACIÓN DE SU RÉGIMEN DE ACTUACIÓN.— Con el fin de hacer más viables las operaciones de saneamiento de entidades, se ha modificado el régimen de actuación del Fondo de Garantía de Depósitos en Establecimientos Bancarios, para que este pueda concurrir a la ampliación de capital de un banco en crisis cuando se acuerde por su Junta General. Con ese mismo propósito, se ha reformado el régimen de las ofertas públicas de adquisición de acciones para excluir a dicho Fondo de la obligación de realizar una oferta en las adjudica-</p>

1994	
	<p>ciones que realicen en el cumplimiento de sus funciones. No obstante, la exclusión no será aplicable en las posteriores transmisiones que, eventualmente, puedan realizar los adjudicatarios del Fondo. (RD 437/1994, de 11 de marzo)</p> <p>ENTIDADES CREADORAS DEL MERCADO DE DEUDA PÚBLICA EN ANOTACIONES.— Después de haber mostrado los efectos positivos en el mercado de deuda, por la labor desempeñada por los creadores de mercado en estos años, se ha abogado por dotarles de una flexibilidad adicional, tanto en el reconocimiento como en la pérdida de su condición. En este sentido, la pérdida de la condición de creador de mercado puede producirse, sin esperar al cumplimiento del año natural, por los motivos ya contemplados en la Orden de 24 de julio de 1991 y, en especial, por aplicación de los criterios de actuación o de evaluación que tengan establecidos el Banco de España o la DGTPF. También pierden la exclusiva en la canalización de las adquisiciones que el Tesoro efectúa en el mercado secundario, ya que este puede convenir directamente con el Banco de España o bien utilizar otras vías alternativas para la amortización anticipada de cartera a vencimiento y la adquisición de deuda en el mercado secundario. (Orden de 29 de marzo de 1994)</p> <p>COBROS Y PAGOS ENTRE RESIDENTES Y NO RESIDENTES.— Se han ampliado los puntos aduaneros a través de los cuales las entidades registradas puedan realizar remesas de billetes y moneda españoles, de forma que, a partir del 16 de marzo, las entidades registradas que tengan establecidas sucursales en zonas fronterizas de Francia y Portugal puedan realizar remesas de billetes y moneda metálica españoles con dichas sucursales, para atender sus necesidades, utilizando la aduana del puesto fronterizo más cercano a la central y a la sucursal. Al mismo tiempo, se ha aprovechado la circular para unificar en un solo texto toda la normativa sobre cobros, pagos y transferencias entre residentes y no residentes. (CBE 1/1994, de 25 de febrero)</p> <p>ACTUALIZACIÓN DE LOS FOLLETOS EXPLICATIVOS DE LAS INSTITUCIONES DE INVERSIÓN COLECTIVA.— Una de las obligaciones de información de las instituciones de inversión colectiva era la elaboración de un folleto explicativo que contuviera sus estatutos o su reglamento de gestión, que debían actualizarse cada año, una vez que se dispusiera del informe de auditoría de cuentas del ejercicio anterior. La actualización de folletos afectó especialmente a los fondos de inversión, ya que tenían esta obligación, si se producía cualquiera de los supuestos contemplados en el reglamento de las instituciones de inversión colectiva que dieran derecho al reembolso gratuito de las participaciones. Para ambos casos, se han fijado el plazo y las condiciones de presentación en la CNMV de dichos folletos actualizados. (CCNMV 1/1994, de 16 de marzo)</p> <p>RÉGIMEN JURÍDICO DE LAS SOCIEDADES DE GARANTÍA RECÍPROCA.— Ha visto la luz una nueva regulación de las Sociedades de Garantía Recíproca (en adelante, SGR) y de las Sociedades de Reafianzamiento (en adelante, SR), adaptando su funcionamiento con las actualmente en vigor en los países de la Unión Europea y adecuando su texto legal a la nueva legislación española sobre sociedades anónimas. Entre las novedades que se recogen figura la calificación de las SGR y de las SR como entidades financieras, a las que continúa resultándoles de aplicación lo dispuesto en la Ley sobre Disciplina e Inspección de las Entidades de Crédito. Por otro lado, se amplía el objeto social de las SGR, ya que, además de otorgar garantías personales a favor de sus socios, podrán prestarles servicios de asistencia y asesoramiento financiero. Respecto a su constitución, la nueva normativa exige, en cualquier caso, autorización administrativa del Ministerio de Economía y Hacienda. También cabe reseñar la desaparición del fondo de garantía —orientado a reforzar la solvencia de las sociedades—, que es sustituido por un fondo de provisiones técnicas, con una finalidad similar. (Ley 1/1994, de 11 de marzo)</p> <p>ABRIL SUBROGACIÓN Y MODIFICACIÓN DE PRÉSTAMOS HIPOTECARIOS.— Con el fin de que todos los prestatarios puedan beneficiarse del descenso de los tipos de interés experimentado en los últimos meses, se ha publicado una nueva normativa sobre la subrogación y modificación de los préstamos hipotecarios, que reduce significativamente el coste de estas operaciones. Cabe reseñar que la escritura que documente la operación de subrogación estará exenta en la modalidad gradual de Actos Jurídicos Documentados sobre documentos notariales; y en el cálculo de los honorarios notariales y registrales se tomará como base la cifra del capital pendiente de amortizar en el momento de la subrogación. En los préstamos a interés variable, se limita la cuantía de la comisión por amortización anticipada, de forma</p>

que esta no puede ser superior al 1 %, independientemente de lo pactado en el contrato de préstamo. Por otro lado, se bonifica con los mismos costes en el caso de modificación del préstamo hipotecario pactado de común acuerdo entre la entidad acreedora y el deudor, siempre que se establezca una mejora de las condiciones del tipo de interés inicialmente pactado o vigente.

(Ley 2/1994, de 30 de marzo)

ADAPTACIÓN DE LA LEGISLACIÓN ESPAÑOLA EN MATERIA DE ENTIDADES DE CRÉDITO A LA SEGUNDA DIRECTIVA DE COORDINACIÓN BANCARIA.— Con el fin de contribuir al proceso de construcción de un Mercado Único Europeo, en el campo de las entidades de crédito, la legislación española ha traspuesto los preceptos de la Segunda Directiva Bancaria, materializada en dos principios básicos: el reconocimiento mutuo de las autorizaciones —lo que se conoce como *licencia única* de una entidad de crédito para operar en toda la Unión Europea— y la supervisión prudencial de la condiciones de solvencia por parte del país de origen.

La norma declara libre la apertura en España de sucursales de entidades de crédito que hayan sido autorizadas en otros Estados miembros de la Unión, al tiempo que regula los procedimientos para que las entidades de crédito españolas puedan operar, directamente, mediante la libre prestación de servicios o mediante la apertura de sucursales, en los restantes países comunitarios. Otro tema de interés hace referencia a la regulación de los establecimientos financieros de crédito, siguiendo la línea de la Segunda Directiva, que son considerados como entidades financieras, pero no llegan a tener la consideración de entidades de crédito. Como novedad, cabe reseñar que las sociedades de crédito hipotecario, las entidades de financiación y las sociedades de arrendamiento financiero deberán transformarse en establecimientos financieros o en otro tipo de entidad de crédito antes del 1 de enero de 1997. Respecto a las participaciones significativas en entidades de crédito, la norma española —más restrictiva que la comunitaria— las considerará como tales cuando superen el 5 % del capital o de los derechos de voto de una entidad de crédito, frente al 10 % que considera la Segunda Directiva, estableciendo un régimen especial de información a la autoridad supervisora cuando se pretenda poseer una participación significativa. En cuanto al principio de supervisión de las entidades de crédito por la autoridad competente del Estado miembro de origen, el Banco de España podrá inspeccionar a las sucursales de entidades de crédito españolas instaladas en otros Estados miembros de la Unión Europea, y podrá colaborar con las autoridades supervisoras del Estado miembro donde esté autorizada la sucursal para la vigilancia de los riesgos que asuman en los mercados financieros españoles. Finalmente, se hacen las oportunas modificaciones para adaptar la legislación española al contenido de la Segunda Directiva, respecto a las obligaciones del secreto profesional. (Véase la Directiva 89/646/CEE, en el mes de diciembre de 1989.)

(Ley 3/1994, de 14 de abril)

SOCIEDADES DE ARRENDAMIENTO FINANCIERO.— Se han ampliado con carácter complementario las actividades que pueden realizar las sociedades de arrendamiento financiero sin beneficios fiscales. Son las siguientes: el mantenimiento y conservación de los bienes cedidos; la concesión de financiación conectada a una operación de arrendamiento financiero, actual o futura; la intermediación y gestión de operaciones de arrendamiento financiero; las operaciones de arrendamiento no financiero, que podrán complementar o no con una opción de compra, y el asesoramiento e informes comerciales.

(Ley 3/1994, de 14 de abril)

MODIFICACIONES DEL RÉGIMEN SANCIONADOR DEL MERCADO DE VALORES Y DEL DE LAS SOCIEDADES DE TASACIÓN.— Se ha actualizado el régimen sancionador de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores cuyas competencias son otorgadas a la CNMV. En primer lugar, se faculta a la CNMV para incoar e instruir expedientes sancionadores, de acuerdo con lo establecido en la Ley de Sociedades Anónimas, a los administradores de sociedades que hayan incurrido en infracciones en materia de negocios sobre las propias acciones. En segundo lugar, se tipifican nuevas infracciones relacionadas con el incumplimiento de los deberes de comunicación de información a la CNMV o con la difusión de información que, de forma maliciosa, pueda inducir a error al público u oculte circunstancias relevantes que influyan sobre la imparcialidad de tales informaciones o recomendaciones. Para las sociedades de tasación y para las entidades de crédito que dispongan de servicios propios de tasación, se establece un régimen sancionador, con suficiente rango legal, y homologable al de las entidades de crédito.

(Ley 3/1994, de 14 de abril)

1994

MERCADOS SECUNDARIOS OFICIALES DE FUTUROS Y OPCIONES.— Se han introducido ciertas mejoras en el régimen de garantías de los miembros y clientes de los mercados oficiales de futuros y opciones, en caso de que estos estén sometidos a un procedimiento concursal o quiebra. En concreto, las sociedades rectoras de los mercados secundarios oficiales de futuros y opciones gozarán de derecho absoluto de separación respecto a los valores y al efectivo en que estuvieran materializadas las garantías que los miembros y clientes hubieran constituido o aceptado en favor de aquellas en razón de las operaciones realizadas en los mercados citados, en caso de que tales miembros o clientes se vieran sometidos a un procedimiento concursal. El sobrante que reste después de la liquidación de las operaciones garantizadas se incorporará a la masa patrimonial concursal del cliente o miembro en cuestión. En caso de quiebra de un miembro o de un cliente, la constitución o aceptación de valores y efectivo como garantía de las operaciones de mercado solo será impugnabile mediante acción ejercitada por los síndicos de la quiebra, en la que se demuestre la existencia de fraude en la constitución o afectación de valores y efectivo como garantía de las operaciones de mercado.

(Ley 3/1994, de 14 de abril)

SOCIEDADES Y FONDOS DE CAPITAL-RIESGO.— Se han introducido determinadas mejoras técnicas en la regulación de las sociedades y fondos de capital-riesgo, como son una definición más precisa de sus objetivos y de su política de inversiones, así como su tratamiento fiscal. En este sentido, su objetivo se ciñe, exclusivamente, a la promoción o fomento de empresas pequeñas o medianas, de carácter no financiero, que desarrollen actividades relacionadas con la innovación tecnológica o de otra naturaleza, mediante la adquisición de participaciones temporales en su capital.

(Ley 3/1994, de 14 de abril)

FONDOS DE TITULIZACIÓN DE ACTIVOS.— Se ha facultado al Gobierno, previo informe de la CNMV y del Banco de España, para extender el régimen previsto en la Ley 19/1992, de 7 de julio, a la titulación de otros préstamos y derechos de crédito, incluidos los derivados de operaciones de *leasing* y los relacionados con las actividades de las pequeñas y medianas empresas. Los nuevos fondos se denominarán fondos de titulación de activos, siéndoles de aplicación el régimen previsto en la ley de regulación del mercado hipotecario para las participaciones hipotecarias. Finalmente, cabe reseñar que todos los rendimientos derivados tanto de las participaciones hipotecarias como de préstamos u otros derechos de crédito que constituyan ingreso en los citados fondos de titulación —hipotecaria o de activos— estarán sujetos a retención fiscal a cuenta.

(Ley 3/1994, de 14 de abril)

FOLLETOS INFORMATIVOS DE LOS FONDOS DE TITULIZACIÓN HIPOTECARIA.— Se ha elaborado un modelo específico de folleto informativo para la constitución de los fondos de titulación hipotecaria, que deberán ser verificados y registrados por la CNMV como requisito previo a la constitución del fondo.

(CCNMV 2/1994, de 16 de marzo)

TASAS APLICABLES POR LAS ACTIVIDADES Y SERVICIOS PRESTADOS POR LA COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES.— Se ha establecido el régimen de aplicación de tasas por la realización de actividades y por la prestación de servicios por la CNMV, precisando los sujetos pasivos y las bases imponibles aplicables, y fijando las correspondientes tarifas. Asimismo, se ha determinado el momento del devengo de las tasas y las especificaciones de liquidación, pago y plazo de ingreso de las mismas.

(RD 647/1994, de 15 de abril)

ENTIDADES DE CRÉDITO: AVANCE DE DATOS DEL BALANCE.— Dado el elevado importe de las operaciones de tesorería que las entidades de crédito realizan con deuda pública, mediante adquisiciones y cesiones temporales, y su acusada variabilidad temporal, se ha incorporado esta información al avance de datos del balance que las entidades presentan mensualmente al Banco de España, dentro de los diez primeros días del mes siguiente.

(CBE 3/1994, de 26 de abril)

MAYO

AUTONOMÍA DEL BANCO DE ESPAÑA.— Se ha promulgado la Ley de Autonomía del Banco de España, que traspone a nuestra legislación los preceptos del Tratado de la Unión Europea relativos a la política monetaria y a las relaciones del banco central con el Tesoro. Ello exige que, entre otras cosas, el Banco de España: a) tendrá total independencia, en el ámbito de la política monetaria, sin estar sometido a las instrucciones del Gobierno, de forma

que pueda orientar dicha política al fin primordial de lograr la estabilidad de precios. No obstante, salvaguardando este horizonte, podrá apoyar la política económica general del Gobierno; b) no podrá conceder créditos de ninguna clase al Tesoro, y c) no podrá adquirir directamente del Tesoro valores emitidos por este, sin perjuicio de que pueda efectuar operaciones en el Mercado de Deuda Pública.

Como novedad, cabe reseñar que el Banco de España podrá dictar, con total independencia, las normas necesarias en el ejercicio de sus competencias en el ámbito de la política monetaria, que se denominarán *circulares monetarias*, sin perjuicio de que, para el resto de sus competencias, siga promulgando disposiciones sobre aquellas normas que el Gobierno o el Ministerio de Economía y Hacienda le habilitan expresamente al efecto, y que se denominan, genéricamente, *circulares*. Como contrapartida a esta autonomía, en la ejecución de la política monetaria, la Ley impone al Banco de España ciertas obligaciones de información y control. Así, al menos anualmente, y siempre que se produzcan cambios significativos, el Banco hará públicos los objetivos generales de dicha política y los procedimientos de instrumentación previstos. Asimismo, dará cuenta regularmente a las Cortes Generales y al Gobierno de los objetivos y ejecución de la misma, debiendo informarles, en su caso, de los obstáculos que dificultan el mantenimiento de la estabilidad de precios.

Finalmente, la Ley respeta el anterior orden organizativo del Banco, aunque se introducen ciertas modificaciones que aspiran a reforzar la autonomía de la institución: se alarga el mandato del gobernador y del subgobernador —que deben ser españoles con reconocida competencia en asuntos monetarios o bancarios—, que tiene una duración de seis años, sin posibilidad de renovación para el mismo cargo (antes era de cuatro prorrogables), y, además, se señalan con precisión las posibles causas de su cese. Si este se origina antes de la extinción de su mandato, su sustituto ejercerá el cargo durante el tiempo que le faltara al sustituido para concluirlo.

(Ley 13/1994, de 1 de junio)

ENTIDADES DE CRÉDITO: CONDICIONES FINANCIERAS DE LOS PRÉSTAMOS HIPOTECARIOS.— Se han publicado las condiciones financieras de los préstamos hipotecarios, con el fin de garantizar la adecuada información y protección de quienes los concertan. Para ello, tales préstamos deben tener las siguientes características: a) que la garantía hipotecaria recaiga sobre viviendas; b) que el prestatario sea una persona física, y c) que el importe del préstamo solicitado sea igual o inferior a 25 millones de pesetas, o su equivalente en divisas. Entre otras cosas, se obliga a las entidades de crédito a la entrega obligatoria de un *folleto informativo* gratuito a todos quienes soliciten dichos préstamos, donde figuren con claridad las condiciones financieras de tales préstamos. El folleto indicará los gastos preparatorios de la operación, tales como tasación, comprobación de la situación registral del inmueble, u otros que se considerarán a cargo del cliente, aun cuando el préstamo no llegue a otorgarse. En el caso de préstamos a tipo de interés variable, las entidades de crédito solo podrán utilizar como índices o tipos de referencia los que no dependan exclusivamente de la propia entidad de crédito ni sean susceptibles de influencia por ella, y los datos que sirvan de base al índice deben ser agregados de acuerdo con un procedimiento matemático objetivo.

(Orden de 5 de mayo de 1994)

PLAN GENERAL DE CONTABILIDAD PÚBLICA.— La modificación del Plan General de Contabilidad español para adaptarlo a las directivas de la Unión Europea, junto con las numerosas modificaciones llevadas a cabo en el Plan General de Contabilidad Pública, ha exigido la redacción de uno nuevo, que se concibe como un plan-marco exigible, a partir del 1 de enero de 1995, a todos los entes pertenecientes al sector público estatal: órganos constitucionales, Administración General y organismos autónomos. La necesidad de que la información contable sea accesible a una pluralidad de agentes económicos y sociales implica que los estados contables deban cumplir determinados requisitos, entre los que destacan los siguientes: identificabilidad, oportunidad, claridad, relevancia, economicidad, imparcialidad y objetividad. El Plan está estructurado en las siguientes partes: a) los principios contables públicos; b) el cuadro de cuentas; c) las definiciones y relaciones contables de los grupos, subgrupos y cuentas del plan; d) las cuentas anuales, que comprenden el balance, la cuenta del resultado económico-patrimonial, el estado de liquidación del presupuesto y la memoria, y e) las normas de valoración.

(Orden de 6 de mayo de 1994)

DISOLUCIÓN DEL CONSEJO SUPERIOR BANCARIO Y DESIGNACIÓN DE LA ASOCIACIÓN ESPAÑOLA DE BANCA PRIVADA COMO ENTIDAD REPRESENTATIVA DEL DISUELTO CONSEJO.— La Ley 3/1994, de 14 de abril, dispuso la disolución del Consejo Superior Bancario, estableciendo que este conservará su personalidad jurídica hasta la completa liquida-

1994	
	<p>ción de su patrimonio. A tal fin, la Ley facultó al Consejo para que adoptara las decisiones que fueran precisas para efectuar la citada liquidación, de acuerdo con la normas que regulaban dicho Consejo, o bien atribuyendo su patrimonio a las entidades representativas de los bancos que lo componen. El Ministerio de Economía y Hacienda ha dado publicidad al acuerdo tomado por el Consejo Superior Bancario, que, en virtud de las atribuciones conferidas por la Ley, designa a la Asociación Española de Banca Privada como entidad representativa de los bancos que componen dicho Consejo y destinataria de la totalidad de su patrimonio. (Orden de 13 de mayo de 1994)</p> <p>SUSCRIPCIÓN DE ACCIONES DE LA CORPORACIÓN FINANCIERA INTERNACIONAL.— España, que es miembro de la Corporación Financiera Internacional desde 1960, ha acudido a las sucesivas ampliaciones de capital realizadas por este organismo. Con la intención de mantener la participación relativa en el capital de dicha Corporación, se ha autorizado al Gobierno para que adopte las medidas necesarias para que nuestro país suscriba 16.098 acciones adicionales, por un valor aproximado de 2.205 millones de pesetas. (Ley 6/1994, de 11 de mayo)</p> <p>JUNIO</p> <p>DIRECTIVA RELATIVA A LOS SISTEMAS DE GARANTÍA DE DEPÓSITOS.— Con el fin reforzar la estabilidad del sistema bancario y garantizar la protección de los ahorradores en el área de la Unión Europea (UE), el Consejo de la UE ha publicado una directiva que pretende establecer un nivel mínimo armonizado de garantía de depósitos, independientemente del país de la UE en que estén situados. Dicha cobertura debe alcanzar los 20.000 ecus (3.000.000 de pesetas, aproximadamente) para los depósitos agregados de un mismo cliente. Los Estados miembros, que en el momento de la entrada en vigor de la directiva (31 de mayo de 1994) no alcancen esa cifra dispondrán hasta el 31 de diciembre de 1999 para hacerlo, debiendo, entretanto, mantener el importe máximo que tengan previsto en sus actuales sistemas de garantía, que en ningún caso podrá ser inferior a 15.000 ecus (2.250.000 pesetas, aproximadamente). (Directiva 94/19/CE, de 30 de mayo)</p> <p>INFORMACIÓN PÚBLICA PERIÓDICA DE LAS ENTIDADES EMISORAS DE VALORES ADMITIDOS A NEGOCIACIÓN EN LAS BOLSAS DE VALORES.— La CNMV ha establecido determinadas modificaciones en los modelos de información pública de las entidades emisoras de valores admitidos a negociación en las bolsas de valores, actualmente vigentes, con el fin de adaptarlos a las exigencias del Plan General de Contabilidad. En primer lugar, se introducen modificaciones en la estructura formal de los modelos de información semestral y trimestral, relativas a las bases de presentación y normas de valoración empleadas, y se exige comentar los criterios contables que se hayan empleado en la elaboración de las cuentas anuales y que no se hubieran empleado en las trimestrales o semestrales. En segundo lugar, se introducen distintos desgloses en el balance de situación semestral, y se refleja en la cuenta de resultados el impuesto sobre sociedades y el resultado después de impuestos. Respecto a las sociedades de cartera, se modifica el balance individual para adaptarlo al previsto con carácter general para los restantes tipos de entidades, incluyendo, asimismo, un modelo específico de estados financieros consolidados. (CCNMV 3/1994, de 8 de junio)</p> <p>DIRECTIVA COMUNITARIA SOBRE LAS CONDICIONES DE PUBLICACIÓN DE LOS FOLLETOS INFORMATIVOS PARA LA ADMISIÓN DE VALORES A COTIZACIÓN EN LAS BOLSAS DE VALORES.— Con el fin de simplificar, aún más, los procedimientos transfronterizos para la admisión a cotización oficial de valores emitidos en los países miembros de la UE, se ha publicado una directiva que pretende acelerar la integración de los mercados de valores en toda la UE, garantizando, a su vez, la debida protección a los inversores y el correcto funcionamiento de los mercados. La directiva amplía los casos en que se puede conceder la exención, total o parcial, de publicar el folleto informativo a los emisores cuyos valores ya han sido admitidos a cotización en una bolsa de otro Estado miembro. Asimismo, la directiva permite la aplicación de los mismos criterios para la admisión a cotización oficial si, en vez de hacerse en bolsas de valores, se realiza en mercados secundarios regulados y supervisados que imponen requisitos de información equivalentes. (Directiva 94/18/CEE, de 30 de mayo)</p> <p>JULIO</p> <p>ENTIDADES DE CRÉDITO: MODIFICACIONES DE LAS NORMAS DE TRANSPARENCIA Y PROTECCIÓN DE LA CLIENTELA.— La publicación de la Ley 2/1994, de 30 de marzo, sobre subrogación y modificación de préstamos hipotecarios, y de la OM de 5 de mayo de 1994, sobre transparencia de las condiciones financieras de los préstamos hipotecarios, ha</p>

aconsejado adaptar determinados aspectos de la CBE 8/1990, de 7 de septiembre, sobre transparencia de las operaciones y protección de la clientela. Cabe reseñar los siguientes: en las tarifas de comisiones, se debe ajustar la cuantía de la comisión por cancelación anticipada en los préstamos hipotecarios a interés variable, objeto de subrogación o novación, de forma que no sea superior al 1 %. Asimismo, en el tablón de anuncios se indicará la existencia del folleto informativo sobre los préstamos hipotecarios a los que alude la OM de 5 de mayo, si la entidad ofrece tales operaciones.

Por otro lado, se definen los tipos de referencia oficiales aplicables a los préstamos hipotecarios concertados a tipo variable, de forma que su objetividad de cálculo y su difusión hagan innecesaria la comunicación individual al prestatario de las variaciones de tipos de interés, ya que, en cualquier otro caso, sigue siendo obligatoria. El Banco de España dará una difusión adecuada a estos índices, que, en todo caso, serán publicados mensualmente en el Boletín Oficial del Estado.

(CBE 5/1994, de 22 de julio)

SUBASTA DE PRÉSTAMOS DEL TESORO A TRES AÑOS.— Con el fin de ampliar y diversificar la gama de instrumentos de financiación del Estado en el segmento del medio plazo, la DGTPF ha decidido convocar sendas subastas de préstamos, una a tipo de interés fijo y otra a tipo variable, cuyo importe, en conjunto, no puede superar los 500.000 millones de pesetas. Los peticionarios únicamente pueden ser entidades de crédito y compañías de seguros, las cuales podrán presentar hasta tres ofertas en cada una de las dos subastas, por una cuantía mínima de 100 millones de pesetas o por múltiplo entero de aquella.

Los préstamos tanto a tipo fijo como variable no podrán dividirse ni cederse, total o parcialmente, salvo expresa autorización del Tesoro. En la subasta de préstamos a tipo variable, el tipo de interés se fijará para periodos semestrales, y se determinará agregando al tipo de referencia el diferencial resultante de la subasta. El tipo de referencia será constante para toda la vida del préstamo. En la subasta de préstamos a tipo fijo, el tipo de interés será el que resulte de la subasta, manteniéndose para toda la vida del préstamo. En cada oferta, se especificará la cuantía que la entidad se compromete a prestar y el tipo de interés anual que se solicita.

(Resoluciones de la DGTPF de 18 de julio de 1994)

TASAS APLICABLES POR LAS ACTIVIDADES Y SERVICIOS PRESTADOS POR LA COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES.— El RD 647/1994, de 15 de abril, estableció el régimen de aplicación de tasas por la realización de actividades y prestación de servicios por la CNMV, precisando que serán objeto de autoliquidación por el sujeto pasivo. De acuerdo con la habilitación hecha por el Real Decreto, el Ministerio de Economía y Hacienda aprobó los correspondientes modelos de autoliquidación. Asimismo, el ingreso de las tasas deberá realizarse en los primeros veinte días naturales siguientes a la finalización del trimestre natural. Posteriormente, el Gobierno redujo los tipos de gravamen de determinadas tarifas, con el fin de verificar el principio de equivalencia establecido en la Ley 8/1989, de 13 de abril, de Tasas y Precios Públicos, y equiparó las tasas por servicios de supervisión e inspección de los mercados secundarios aplicables a los valores de deuda pública con las aplicables a la negociación de valores de renta fija.

(OM de 14 de julio de 1994; RD 106/1995, de 27 de enero)

RÉGIMEN ECONÓMICO Y FISCAL DE CANARIAS.— Se ha modificado el régimen económico fiscal de Canarias, respetando su singularidad, con la finalidad de diseñar un sistema impulsor de la actividad económica del archipiélago que potencie la creación de empleo y continúe siendo un foco de atracción a la iniciativa empresarial y a la presencia del inversor exterior. Al mismo tiempo, se pretende integrar determinados preceptos legales y funcionales derivados del ordenamiento vigente en la UE. Dentro de su extenso contenido legislativo, cabe reseñar la creación de la Zona Especial Canaria (ZEC), con la finalidad de promover el desarrollo económico y social del archipiélago, presidida por el principio de estanqueidad, quedando limitado su ámbito de aplicación a sus límites geográficos. En el área de las entidades financieras de la ZEC, cabe reseñar que la autorización para constituir entidades de crédito deberá cumplir los mismos requisitos de solvencia y de capital mínimo que se exigen en la legislación española, aunque quedan exentas de cualquier obligación exigible en el resto del territorio nacional respecto al coeficiente de caja u otros similares. La autorización para operar en la ZEC será otorgada por el Consorcio, previo informe favorable del Banco de España, que se encargará, además, de la inspección, supervisión y control financiero de las entidades de crédito que operen en dicha Zona. Respecto al mercado de valores, el Consorcio podrá proponer al Gobierno la creación y organización de una bolsa de valores, que operará exclusivamente en dicha Zona. La bolsa que se constituya será dirigida

1994	
	<p>da y administrada por una sociedad rectora, cuyos socios serán las sociedades y agencias de valores acogidas al régimen de la ZEC. Finalmente, en el campo de los seguros, las entidades ZEC que realicen este tipo de operaciones, así como los peritos tasadores, los comisarios y los liquidadores de averías, se regirán, en general, por la Ley 33/1984, de 2 de agosto, sobre Ordenación del Seguro Privado. (Ley 19/1994, de 6 de julio)</p>
AGOSTO	No se publicó legislación financiera relevante.
SEPTIEMBRE	<p>ENTIDADES DE CRÉDITO: MODIFICACIONES DE LAS NORMAS DE CONTABILIDAD DE LAS CARTERAS NEGOCIABLES.— El Banco de España ha replanteado las normas de contabilización de la cartera de renta fija, con el fin de reducir las fluctuaciones de las cuentas de resultados de las entidades ante tendencias bajistas del precio de los valores. Como novedad, se crea otra cartera, la de <i>inversión a vencimiento</i>, que viene a añadirse a las ya existentes de negociación y de inversión ordinaria (antes llamada de inversión). Lo más relevante de esta nueva cartera es que no será preciso su saneamiento trimestral en función de las cotizaciones del mercado. Asimismo, respecto a la cartera de inversión ordinaria, se modifican los criterios y técnicas de contabilización de los saneamientos, permitiendo que estos puedan llevarse, en su totalidad, a una cuenta activa, en lugar de llevarse a resultados, y, a su vez, que tales saneamientos puedan compensarse con las plusvalías que se originen en determinados valores.</p> <p>En cuanto a los traspasos de valores entre las distintas carteras, solo se admiten los efectuados: de la cartera de negociación a cualquier otra cartera; de la cartera de inversión ordinaria a la de inversión a vencimiento, y los traspasos de la cartera de participaciones permanentes. Asimismo, no se permite realizar traspasos de la cartera de inversión a vencimiento a otras carteras, ni de la cartera de inversión ordinaria a la de negociación. (CBE 6/1994, de 26 de septiembre)</p> <p>MERCADO DE DEUDA PÚBLICA EN ANOTACIONES: REGISTRO DE OPERACIONES Y ARCHIVO DE JUSTIFICANTES DE ÓRDENES.— Con el fin de adaptarse a las normas de actuación en los mercados de valores y registros obligatorios, recogidas en el RD 629/1993, de 3 de mayo, y en la CCNMV 3/1993, de 29 de diciembre, se ha modificado el registro de terceros que deben llevar las entidades gestoras operantes en el Mercado de Deuda Pública Anotada. En este sentido, se establece que, en los datos referidos a cada operación, se incluirá el código identificador de la orden del tercero, que justifica la operación que se está registrando. Este código será el mismo asignado a la orden en el archivo de justificantes de órdenes y en el fichero de órdenes. Por otro lado, se suprime el modelo oficial de resguardo de anotación en cuenta que facilitaba el Banco de España y se establece que los resguardos justificativos de las operaciones efectuadas con sus clientes deberán seguir las especificaciones establecidas en la Resolución de 22 de marzo de 1994. (CBE 7/1994, de 26 de septiembre)</p>
OCTUBRE	No se publicó legislación financiera relevante.
NOVIEMBRE	<p>LEY DE FUNDACIONES Y DE INCENTIVOS FISCALES A LA PARTICIPACIÓN PRIVADA EN ACTIVIDADES DE INTERÉS GENERAL.— La nueva normativa tiene el propósito de refundir y actualizar la legislación vigente sobre fundaciones, de acuerdo con las exigencias de nuestro tiempo, y, a la vez, estimular la iniciativa privada en la realización de actividades de interés general. La norma se estructura básicamente en dos grandes apartados: el primero se ciñe exclusivamente a las fundaciones en general, que las considera como organizaciones constituidas sin ánimo de lucro, que, por voluntad de sus creadores, tienen afectado de modo duradero su patrimonio a la realización de fines de interés general. El segundo hace referencia a los incentivos fiscales a la participación privada en actividades de interés general. Tiene por objeto regular el régimen fiscal de las entidades sin fines lucrativos —las fundaciones inscritas y las asociaciones declaradas de utilidad pública—, en consideración a su función social, así como el aplicable a las aportaciones efectuadas por personas físicas o jurídicas a estas entidades. También se regula el concepto generalmente conocido como de patrocinio o mecenazgo, es decir, la colaboración individual de las empresas y entidades para la consecución de fines de interés general. (Ley 30/1994, de 24 de noviembre)</p> <p>NORMAS DE VALORACIÓN DE BIENES INMUEBLES PARA DETERMINADAS ENTIDADES FINANCIERAS.— Esta normativa sobre valoración de los bienes inmuebles tiene por objeto establecer los criterios, métodos, procedimientos e instrucciones técnicas a los que ha de</p>

1994

ajustarse el cálculo de valor de tasación de los bienes inmuebles afectos a las siguientes finalidades: a) que sirvan de garantía hipotecaria de préstamos que formen parte de la cartera de cobertura de títulos hipotecarios emitidos por las entidades de crédito, y por los promotores y constructores habilitados para realizar emisiones de acuerdo con la Ley Reguladora del Mercado Hipotecario; b) que se utilicen como cobertura de las provisiones técnicas de las entidades aseguradoras, y c) que estén relacionados en la determinación del patrimonio de las instituciones de inversión colectiva de carácter inmobiliario. Cuando las sociedades de tasación homologadas y las entidades de crédito que dispongan de estos servicios realicen una tasación para una finalidad distinta de las señaladas anteriormente, indicarán en su informe, de manera destacada, si la misma se ajusta a lo establecido en esta norma. Asimismo, las valoraciones de los inmuebles deberán realizarse siguiendo criterios de prudencia, y los informes y los certificados que se emitan se redactarán con veracidad. El informe técnico de tasación elaborado caducará a los seis meses, contados desde su fecha de emisión.
(Orden de 30 de noviembre de 1994)

DICIEMBRE

SOCIEDADES Y FONDOS DE INVERSIÓN INMOBILIARIA: NORMAS CONTABLES, OBLIGACIONES DE INFORMACIÓN Y TASACIÓN DE BIENES INMUEBLES.— Se han establecido las normas contables de las sociedades y fondos de inversión inmobiliaria (SII y FII, respectivamente), prestando especial atención a aquellos aspectos en los que resulta indispensable el establecimiento de un régimen contable peculiar para las SII y los FII, como el tratamiento contable de las plusvalías y minusvalías de los inmuebles, el reconocimiento de gastos distribuibles en varios ejercicios, la activación de importes destinados a rehabilitación de inmuebles, la dotación de provisiones para insolvencias y las ventas de inmuebles. En cuanto a las obligaciones de información, las SII y las gestoras de los FII deberán presentar a la CNMV, con periodicidad trimestral, el balance y la cuenta de pérdidas y ganancias, y, mensualmente, el estado de información auxiliar y un inventario de inmuebles y cartera financiera. En lo referente al cálculo del valor liquidativo de las participaciones de los FII, se excluyen algunas partidas exigibles a los fondos de inversión mobiliaria, debido a su escasa incidencia cuantitativa en las entidades de carácter inmobiliario. Finalmente, respecto a la tasación de bienes inmuebles, la CNMV detalla los contenidos específicos de los informes y certificados de tasación que se han de realizar por las sociedades de tasación para las instituciones de inversión colectiva inmobiliarias.
(CCNMV 4/1994, de 14 diciembre)

PRESUPUESTOS GENERALES DEL ESTADO PARA 1995.— Como es habitual en el mes de diciembre, se han aprobado los Presupuestos Generales del Estado para 1995. Lo más novedoso en el ámbito fiscal es el ajuste de las escalas de los diversos impuestos para adecuarlas a la evolución prevista de la inflación para el próximo año. Concretamente, en el Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas (IRPF) se deflatan tanto las escalas de tributación individual como de tributación conjunta alrededor de un 3,5 %. Asimismo, y en congruencia con esta medida, se han modificado las tablas de retención sobre rendimientos del trabajo en ese porcentaje, en aras de lograr la mejor adecuación posible entre las cantidades retenidas y la cuota del impuesto. En el campo de la regulación financiera, y de acuerdo con lo previsto en la Ley 13/1994, de 1 de junio, de Autonomía del Banco de España, se aprueba el presupuesto de gastos de funcionamiento e inversiones del Banco de España, que se une por primera vez a la Ley sin consolidar con el resto de los Presupuestos del Estado. Por otro lado, se mantienen en los mismos niveles del año anterior los tipos de interés legal del dinero y de demora de las deudas tributarias vigentes, es decir, el 9 % y el 11 %, respectivamente, y se fija en 3,89 billones el límite del incremento del saldo vivo de la deuda del Estado durante el año. Este límite, que puede ser revisado si se dan determinadas circunstancias previstas en la propia Ley, será efectivo al término del ejercicio, pudiendo ser sobrepasado en el curso del mismo. Por último, se modifican las condiciones de amortización de los créditos concedidos por el Banco de España a la Seguridad Social: en primer lugar, no devengarán interés alguno a partir del 1 de enero de 1995; en segundo lugar, los intereses vencidos hasta el 31 de diciembre de 1994 se amortizarán en un plazo de diez años, efectuándose el primer pago el 31 de diciembre de 1995. Finalmente, el principal se reembolsará al Banco de España mediante el pago de veinte anualidades iguales, la primera de las cuales tendrá lugar el 31 de diciembre del año 2000, y la última, el 31 de diciembre del año 2019.
(Ley 41/1994, de 30 de diciembre, y RD 2539/1994, de 29 de diciembre)

NUEVAS APORTACIONES AL FONDO DE GARANTÍA DE DEPÓSITOS DE LAS ENTIDADES DE DEPÓSITO.— Se han modificado las contribuciones de las entidades de depósito a los

1994	<p>fondos de garantía, de modo que las aportaciones de los bancos se incrementan medio punto, pasando del 1,5 por 1.000 al 2 por 1.000 de los depósitos, y las de las cajas de ahorros y cooperativas de crédito, del 0,3 por 1.000 al 1 por 1.000 de sus depósitos. La contribución del Banco de España a ambos fondos se mantiene en una aportación equivalente al conjunto de las entidades que los integran. Asimismo, el Ministerio de Economía y Hacienda, a propuesta del Banco de España, podrá acordar una disminución anual de las aportaciones de cualesquiera de los fondos, si, previa liquidación de los anticipos o de cualquier otro tipo de ayudas del Banco de España, se alcanzara un patrimonio suficiente de los fondos para lograr sus fines. A tal efecto, se podrá alterar la relación de aportaciones entre las entidades respectivas y el Banco de España, e, incluso, llegar a suprimir la aportación de este último. (Ley 42/1994, de 30 de diciembre)</p> <p>MEDIDAS FISCALES, ADMINISTRATIVAS Y DE ORDEN SOCIAL.— Para facilitar el cumplimiento de los objetivos de política económica plasmados en la Ley de Presupuestos Generales, se ha adoptado una serie de medidas fiscales, administrativas y de orden social. En materia tributaria, y por lo que concierne al IRPF, la Ley suprime los planes de ahorro popular, dadas las dificultades existentes para su instrumentación. En consonancia con esta medida, exonera del ámbito del impuesto, y con carácter general, los incrementos netos del patrimonio que se pongan de manifiesto como consecuencia de transmisiones onerosas cuyo importe global durante el año natural no supere el límite de 500.000 PTA. No obstante, si los incrementos netos de patrimonio proceden de transmisiones o reembolsos de acciones o participaciones representativas del capital social o del patrimonio de las instituciones de inversión colectiva, estarán sujetos al impuesto, cualquiera que sea su importe. En el impuesto sobre sociedades, a fin de evitar el aplazamiento en el pago de los impuestos mediante el uso instrumental de sociedades no residentes sometidas a baja tributación, se impone a los sujetos pasivos la obligación de incluir en su base imponible las rentas procedentes de entidades no residentes en los casos que establece la ley y siempre que el importe satisfecho en concepto de gravamen de similar naturaleza haya sido inferior al 75 % del que hubiera correspondido con las normas del impuesto sobre sociedades. Asimismo, se adoptan las medidas necesarias para evitar la minoración de la base imponible gravada en España a través de la facturación de gastos desde sociedades vinculadas no residentes sometidas a baja tributación. (Ley 42/1994, de 30 de diciembre)</p> <p>AMPLIACIÓN DE LA UNIÓN EUROPEA.— El 7 de febrero de 1992, los doce países integrantes de la Comunidad Europea firmaron en Maastricht el Tratado de la Unión Europea, que abrió una nueva etapa en el proceso de integración de la Comunidad. A principios de 1993, cuatro nuevos países —Noruega, Austria, Finlandia y Suecia— solicitaron su integración en la Unión, que, después de un complejo proceso negociador, culminó con la firma en Corfú el 24 de junio de 1994. Para ratificar el Tratado de Adhesión de los nuevos países por parte del Estado español —tal como ocurrió con motivo de la adhesión de España a la Unión Europea— ha resultado necesario que sea autorizado por las Cortes Generales, mediante ley orgánica. No obstante, el Reino de Noruega no ha ratificado, por referéndum nacional, su adhesión. (Ley Orgánica 20/1994, de 29 de diciembre)</p>
1995	<p>ENERO</p> <p>DEUDA DEL ESTADO: CONDICIONES DE EMISIÓN PARA 1995 Y ENERO DE 1996.— De acuerdo con la Ley General Presupuestaria, y como viene siendo habitual durante este período, se han establecido las condiciones de emisión de deuda del Estado para 1995 y para el mes de enero de 1996 —con la limitación de 3,9 billones de pesetas establecida en la Ley 41/1994, de 30 de diciembre, de Presupuestos Generales del Estado para 1995—, sin apenas variaciones respecto al año anterior. La formalización de la deuda adoptará, como en años anteriores, la modalidad de letras del Tesoro —a seis meses y a un año—, bonos del Estado —a tres y a cinco años— y obligaciones del Estado —a diez y a quince años—, representándose en todos los casos, exclusivamente, mediante anotaciones en cuenta. Respecto a los procedimientos de emisión, se mantienen los tradicionales: subasta competitiva, oferta pública y los métodos competitivos entre los creadores de mercado. También se mantiene sin variaciones la celebración de las segundas vueltas subsiguientes a las subastas, exclusivamente, entre los creadores de mercado, así como la periodicidad de la celebración de las subastas ordinarias en las fechas preestablecidas: cada dos semanas para las letras del Tesoro y mensualmente para las bonos y obligaciones del Estado. La única modificación producida es que las obligaciones a quince años pasan a tener periodicidad mensual (antes era cada dos meses). Fuera de este calendario, el Tesoro puede convocar</p>

1995	
	<p>subastas especiales tantas veces como sea preciso para cumplir los objetivos establecidos. Otra novedad hace referencia a la redistribución de las fechas de resolución de las subastas, a fin de favorecer el funcionamiento de los mercados de deuda. En este sentido, tendrán lugar el martes siguiente al último lunes de cada mes, en el caso de los bonos a tres años y las obligaciones a diez, y el miércoles siguiente para los bonos a cinco años y las obligaciones a quince —siempre que sean días hábiles—.</p> <p>(RD 1/1995, de 13 de enero; Orden de 17 de enero de 1995, y Resoluciones de 20 y de 23 de enero de 1995, de la DGTPF)</p>
FEBRERO	<p>APORTACIONES AL FONDO DE GARANTÍA DE DEPÓSITOS EN CAJAS DE AHORROS.— La Ley 42/1994, de 30 de diciembre, facultó al Ministerio de Economía y Hacienda para que pudiera acordar una disminución anual de las aportaciones de las cajas de ahorros al Fondo de Garantía de Depósitos o bien alterar la relación de aportaciones entre estas entidades y el Banco de España —llegando, incluso, a suprimir la contribución de este último— si dicho fondo alcanzaba un patrimonio suficiente para el logro de sus fines. Dado que esta circunstancia ya se estaba dando en los últimos años, y en 1994 ha seguido reforzándose el patrimonio del citado Fondo, el Ministerio de Economía y Hacienda ha reducido el importe de las aportaciones anuales de las cajas de ahorros del 1 por 1.000 al 0,2 por 1.000 de sus depósitos y, al mismo tiempo, ha suprimido la contribución del Banco de España.</p> <p>(OM de 27 de febrero de 1995)</p> <p>PAGOS AL EXTERIOR DE LA ADMINISTRACIÓN DEL ESTADO Y SUS ORGANISMOS AUTÓNOMOS.— Como consecuencia de la liberalización del control de cambios y de los avances de los tratamientos informáticos introducidos en la Administración del Estado, se ha publicado una nueva normativa que agiliza la tramitación de la ordenación de los pagos y el pago material en divisas de aquellas obligaciones contraídas en moneda nacional o en divisas por la Administración y sus organismos autónomos. Asimismo, respecto al régimen jurídico de las cuentas en divisas que el Estado mantiene en el Banco de España o en entidades de crédito registradas residentes, estas quedan sometidas a lo establecido en el RD Legislativo 1091/1988, de 23 de septiembre, por el que se aprueba la Ley General Presupuestaria, y a su normativa de desarrollo.</p> <p>(Orden de 6 de febrero de 1995)</p>
MARZO	<p>UTILIZACIÓN PUBLICITARIA DE BILLETES O MONEDAS O DE SUS REPRODUCCIONES.— La Ley 13/1994, de 1 de junio, sometía a la autorización del Banco de España el uso publicitario de billetes y monedas nacionales, o de sus reproducciones, en los términos que se establezcan reglamentariamente. Dichos términos han quedado fijados en la primera circular monetaria que promulga esta institución, que establece los requisitos que deberán cumplir las reproducciones de billetes y monedas con fines publicitarios, a fin de obtener la preceptiva autorización. Los requisitos que habrán de cumplir las citadas campañas publicitarias son los siguientes: a) el tamaño de la reproducción habrá de ser notablemente superior o inferior al del original; b) sobre un mismo soporte se podrá reproducir, bien el anverso, bien el reverso, pero nunca ambos; c) en el caso de moneda metálica, el soporte físico de la reproducción no podrá ser de metal, aleaciones o de cualquier material rígido o semirrígido, y d) la publicidad no podrá consistir en la adhesión o impresión de textos o imágenes, por cualquier medio, en billetes o monedas originales. Las solicitudes de autorización se dirigirán al Banco de España, acompañadas de una <i>memoria</i>, en la que se describirán detalladamente las reproducciones que se pretendan realizar. Finalmente, se recogen las correspondientes sanciones administrativas en caso de incumplimiento de esta normativa.</p> <p>(Circular monetaria del Banco de España 1/1995, de 28 de febrero)</p> <p>CRÉDITO AL CONSUMO.— Se ha promulgado una ley que incorpora al derecho español las directivas comunitarias en materia de crédito al consumo. Su ámbito de aplicación son los contratos mediante los cuales una persona física o jurídica, en el ejercicio de su actividad como empresario, concede o se compromete a conceder a un consumidor un crédito bajo la forma de pago aplazado, préstamo, apertura de crédito o cualquier medio equivalente de financiación, para satisfacer necesidades personales al margen de su actividad empresarial o profesional. Quedan fuera de su ámbito, entre otros, los contratos de créditos cuyo importe sea inferior a 25.000 PTA o superior a tres millones. Los contratos amparados en esta normativa se harán constar por escrito y se formalizarán en tantos ejemplares como partes intervengan. Además de las condiciones esenciales del contrato, el documento contendrá necesariamente: a) la tasa anual equivalente, es decir, el coste total del crédito expresado en un porcentaje anual sobre la cuantía del crédito concedido; b) una relación del importe, el número y la periodicidad de los pagos que deba realizar el consumidor para el reembolso</p>

1995	<p>del principal, los intereses y los demás gastos, y c) la relación de elementos que componen el coste total del crédito, con excepción de los relativos al incumplimiento de las obligaciones contractuales, indicando cuáles integran el cálculo de la tasa anual equivalente. En la ejecución de los contratos queda amparada la protección al consumidor, permitiéndole que pueda oponer excepciones derivadas del contrato que ha celebrado no solo frente al empresario contratante, sino frente a otros empresarios a quienes aquel hubiera cedido sus derechos o que hubieran estado vinculados con él para financiar el contrato mediante la concesión de un crédito al consumidor. Con referencia a la extinción del contrato, se establecen normas que impiden el enriquecimiento injusto del empresario, permitiendo al consumidor el reembolso anticipado del crédito.</p> <p>En lo relativo a la publicidad de las ofertas e información sobre anticipos en descubierto, se aplica, salvo la normativa sectorial específica, con carácter exclusivamente supletorio al ámbito de las entidades de crédito. En este sentido, la entidad de crédito o el empresario que ofrezca un crédito a un consumidor estará obligado a entregarle —si lo solicita—, antes de la celebración del contrato, una <i>oferta vinculante</i>, con todas las condiciones del crédito, que deberá mantener durante un plazo mínimo de diez días hábiles. Respecto a los anticipos en descubiertos en cuenta corriente, el consumidor deberá ser informado del límite del crédito concedido, del tipo de interés efectivo anual aplicado y de los posibles gastos, así como de sus eventuales modificaciones. En ningún caso se podrá aplicar un tipo de interés que dé lugar a una tasa anual equivalente superior a 2,5 veces el interés legal del dinero (22,5 % para 1995).</p> <p>(Ley 7/995, de 23 de marzo)</p> <p>SOCIEDADES DE RESPONSABILIDAD LIMITADA.— La Ley 19/1989, de 25 de julio, reformó parcialmente la legislación mercantil española, y, en particular, los regímenes jurídicos de las sociedades anónimas y los de las sociedades de responsabilidad limitada, para adaptarla a las directivas comunitarias en materia de sociedades. Continuando con este proceso de renovación, se ha realizado una reforma global en materia de sociedades de responsabilidad limitada (SRL), ofreciendo en su normativa una concepción más ajustada de esta forma social a las exigencias actuales. Al mismo tiempo, se deroga el régimen jurídico de la Ley, hasta ahora vigente, de 17 de julio de 1953. Algunas de las novedades más importantes de la reforma son: la posibilidad de constituir una SRL con un único socio, ya sea persona física o jurídica, incluyendo la posibilidad de que la sociedad fundadora sea, a su vez, unipersonal; la desaparición absoluta de la adopción de acuerdos fuera de la junta general, y la mayor protección a las minorías, reduciendo, en este sentido, los porcentajes necesarios para que puedan ejercer sus derechos y posibilitarles el examen de la contabilidad de la sociedad con todos sus antecedentes.</p> <p>(Ley 2/1995, de 23 de marzo)</p> <p>TEXTO REFUNDIDO DE LA LEY DEL ESTATUTO DE LOS TRABAJADORES.— El Gobierno ha promulgado el texto refundido de la Ley del Estatuto de los Trabajadores, cumpliendo el encargo que al respecto habían establecido la Ley 42/1994, de 30 de diciembre, de medidas fiscales, administrativas y de orden social, y la Ley 4/1995, de 23 de marzo, de regulación del permiso parental y por maternidad, al ordenar incluir en el mismo texto refundido las disposiciones laborales que estas normas introducían, así como las efectuadas por otras disposiciones en los últimos años.</p> <p>(RD Legislativo 1/1995, de 24 de marzo)</p>
------	--

2. ÍNDICE SISTEMÁTICO DE MATERIAS OBJETO DE NUEVA REGULACIÓN

Materia	Boletín económico
I. BANCO DE ESPAÑA	
a) <i>Régimen jurídico</i>	
– Ley de Autonomía del Banco de España	Julio-agosto 1994
b) <i>Instrumentación de la política monetaria</i>	
– Límite al endeudamiento del Estado en el Banco de España	Enero 1994
c) <i>Mercado de cambios y relaciones con el exterior</i>	
– Cobros y pagos entre residentes y no residentes	Abril 1994
II. ENTIDADES FINANCIERAS: NORMAS COMUNES	
– Modificaciones en la normativa de recursos propios de las entidades financieras	Abril 1994
– Normas de valoración de bienes inmuebles	Enero 1995
III. ENTIDADES DE CRÉDITO	
– Modificaciones de las normas de contabilidad	Enero 1994
– Determinación y control de los recursos propios mínimos	Julio-agosto 1994
– Subrogación y modificación de préstamos hipotecarios	Enero 1994
– Adaptación de la legislación española a la Segunda Directiva de Coordinación Bancaria	Abril 1994
– Avance de datos del balance	Julio-agosto 1994
– Condiciones financieras de los préstamos hipotecarios	Julio-agosto 1994
– Modificaciones de las normas contables de las carteras negociables	Julio-agosto 1994
– Modificaciones de las normas de transparencia y protección de la clientela	Octubre 1994
– Utilización publicitaria de billetes o monedas o de sus reproducciones	Enero 1994 Octubre 1994 Abril 1995
IV. ENTIDADES DE DEPÓSITO	
– Fondo de Garantía de Depósitos en Establecimientos Bancarios: modificación de su régimen de actuación	Abril 1994
– Nuevas aportaciones al Fondo de Garantía de Depósitos de las entidades de depósito	Enero 1995
– Fondo de Garantía de Depósitos en cajas de ahorros	Abril 1995
V. ENTIDADES DE CRÉDITO DE ÁMBITO OPERATIVO LIMITADO	
– Sociedades de arrendamiento financiero	Julio-agosto 1994
VI. OTRAS INSTITUCIONES FINANCIERAS	
a) <i>Instituciones de inversión colectiva</i>	
– Instituciones de inversión colectiva: aspectos varios	Abril 1994
– Actualización de los folletos explicativos	Abril 1994
– Sociedades y fondos de inversión inmobiliaria: normas contables, obligaciones de información y tasación de bienes inmuebles	Enero 1995

Materia	Boletín económico
<p><i>b) Otras entidades</i></p> <ul style="list-style-type: none"> – Régimen jurídico de las sociedades de garantía recíproca – Modificación del régimen sancionador de las sociedades de tasación – Sociedades y fondos de capital-riesgo 	<p>Abril 1994 Julio-agosto 1994 Julio-agosto 1994</p>
<p>VII. MERCADO DE VALORES</p> <ul style="list-style-type: none"> – Registro de operaciones y archivo de justificante de órdenes – Modificaciones del régimen sancionador – Régimen de garantías de los mercados secundarios oficiales de futuros y de opciones – Fondos de titulización de activos – Tasas aplicables por las actividades y servicios prestados por la CNMV – Folletos informativos de los fondos de titulización hipotecaria – Información pública periódica de las entidades emisoras de valores admitidos a negociación 	<p>Abril 1994 Julio-agosto 1994 Julio-agosto 1994 Julio-agosto 1994 Julio-agosto 1994 Octubre 1994 Julio-agosto 1994 Julio-agosto 1994</p>
<p>VIII. DEUDA DEL ESTADO</p> <ul style="list-style-type: none"> – Condiciones de emisión para 1994 y enero de 1995 – Convenios de colaboración relativos a fondos de inversión en deuda del Estado – Entidades creadoras del Mercado de Deuda Pública en Anotaciones – Registro de operaciones y archivo de justificantes de órdenes – Subasta de préstamos del Tesoro a tres años – Condiciones de emisión para 1995 y enero de 1996 	<p>Abril 1994 Abril 1994 Abril 1994 Octubre 1994 Octubre 1994 Abril 1995</p>
<p>IX. LEGISLACIÓN FINANCIERA DE LAS COMUNIDADES EUROPEAS</p> <ul style="list-style-type: none"> – Directiva comunitaria sobre los sistemas de garantía de depósitos – Directiva comunitaria sobre las condiciones de publicación de los folletos informativos para la admisión de valores a cotización 	<p>Julio-agosto 1994 Julio-agosto 1994</p>
<p>X. NORMAS FISCALES</p> <ul style="list-style-type: none"> – Estímulos fiscales para la reactivación económica 	<p>Enero 1994</p>
<p>XI. OTRAS MATERIAS</p> <ul style="list-style-type: none"> – Medidas de prevención del blanqueo de capitales – Procedimiento sancionador aplicable en los mercados financieros – Presupuestos Generales del Estado para 1994 – Disolución del Consejo Superior Bancario y designación de la Asociación Española de Banca Privada como entidad representativa del disuelto Consejo – Plan General de Contabilidad Pública – Suscripción de acciones de la Corporación Financiera Internacional – Régimen económico y fiscal de Canarias – Presupuestos Generales del Estado para 1995 – Medidas fiscales, administrativas y de orden social – Ampliación de la Unión Europea – Ley de fundaciones y de incentivos fiscales a la participación privada en actividades de interés general – Crédito al consumo – Pagos al exterior de la Administración del Estado y sus organismos autónomos – Sociedades de responsabilidad limitada – Texto refundido de la Ley del Estatuto de los Trabajadores 	<p>Enero 1994 Enero 1994 Enero 1994 Julio-agosto 1994 Julio-agosto 1994 Julio-agosto 1994 Octubre 1994 Enero 1995 Enero 1995 Enero 1995 Enero 1995 Abril 1995 Abril 1995 Abril 1995 Abril 1995</p>

ÍNDICES

Índice de cuadros

	<i>Páginas</i>
Cuadro I.1. Principales agregados macroeconómicos.....	10
Cuadro II.1. Países industrializados. Evolución económica.....	30
Cuadro II.2. Modificaciones de los tipos de interés oficiales.....	34
Cuadro II.3. Otros países. Principales indicadores.....	47
Cuadro III.1. Principales agregados macroeconómicos.....	52
Cuadro III.2. Estructura del PIB.....	53
Cuadro III.3. Demanda exterior y flujos comerciales.....	61
Cuadro III.4. Producto, empleo y productividad.....	65
Cuadro III.5. Reforma de las modalidades de contratación en 1994.....	69
Cuadro III.6. Composición de los deflatores del producto interior bruto (PIB) y de la demanda final (DF).....	72
Cuadro III.7. Indicadores de costes y precios en las ramas productivas.....	75
Cuadro III.8. Deflatores de la demanda y del producto.....	81
Cuadro III.9. Índice de precios de consumo.....	83
Cuadro IV.1. Economía nacional. Cuentas de utilización de renta, de capital y financieras.	92
Cuadro IV.2. Administraciones Públicas: cuentas de renta, utilización de renta y capital.	97
Cuadro IV.3. Agregados monetarios y componentes de ALP.....	105
Cuadro IV.4. Mercado primario de valores negociables.....	109
Cuadro IV.5. Administraciones Públicas. Operaciones financieras.....	110
Cuadro IV.6. Deuda negociable del Estado. Mercado primario.....	113
Cuadro IV.7. Valores privados. Mercado primario.....	113
Cuadro IV.8. Mercados secundarios de valores y de derivados.....	114
Cuadro IV.9. Instituciones financieras: capacidad o necesidad de financiación y cuentas financieras (% del PIB).....	115
Cuadro IV.10. Estructura, rendimientos y costes del balance.....	116
Cuadro IV.11. Operaciones con clientes.....	118
Cuadro IV.12. Cuenta de resultados.....	120
Cuadro IV.13. Empresas no financieras y familias. Operaciones financieras.....	126
Cuadro IV.14. Empresas no financieras y familias. Activos financieros.....	127
Cuadro IV.15. Empresas no financieras y familias. Pasivos financieros.....	128
Cuadro IV.16. Balanza de Pagos: resumen.....	130
Cuadro IV.17. Balanza de Pagos: cuenta de capital.....	132

Índice de gráficos

	<i>Páginas</i>
Gráfico I.1. Indicadores de la economía española.....	11
Gráfico I.2. Indicadores de la economía española.....	12
Gráfico II.1. Evolución de los principales componentes del PIB.....	28
Gráfico II.2. Aportaciones al crecimiento del PIB y de la demanda interna en 1994	29
Gráfico II.3. Tipos de interés.....	35
Gráfico II.4. Precios y costes laborales.....	37
Gráfico II.5. Desequilibrios fiscales en los principales países de la UE.....	39
Gráfico II.6. Tipos de cambio.....	40
Gráfico II.7. Pendiente de la curva de rendimientos.....	41
Gráfico II.8. Variación de la deuda pública.....	42
Gráfico II.9. Índices de cotización de la peseta.....	46
Gráfico III.1. Consumo privado.....	54
Gráfico III.2. Formación bruta de capital fijo.....	57
Gráfico III.3. Demanda exterior neta y principales determinantes.....	60
Gráfico III.4. Cuotas de las exportaciones españolas en los mercados mundiales.....	62
Gráfico III.5. Crecimiento real, ocupados, salarios y precios.....	64
Gráfico III.6. Crecimiento real, salarios y precios en la agricultura.....	76
Gráfico III.7. Crecimiento real, ocupados, salarios y precios en la industria y la construcción.....	78
Gráfico III.8. Crecimiento real, ocupados, salarios y precios en los servicios destinados a la venta.....	80
Gráfico III.9. Deflactor de la demanda final.....	82
Gráfico III.10. Inflación subyacente estimada del IPSEBENE.....	82
Gráfico III.11. Precios de consumo de los alimentos no elaborados y sus principales determinantes.....	83
Gráfico IV.1. Tipos de interés.....	88
Gráfico IV.2. Crecimiento, ahorro e inversión.....	89
Gráfico IV.3. Ahorro financiero neto por sectores.....	90
Gráfico IV.4. Administraciones Públicas. Evolución de las principales variables en porcentajes del PIB.....	96
Gráfico IV.5. Tipos de interés.....	99
Gráfico IV.6. Diferencial de tipos de interés diez años-un día.....	100
Gráfico IV.7. Contribuciones al crecimiento interanual de ALP.....	104
Gráfico IV.8. Estructura del balance consolidado del sistema crediticio.....	106
Gráfico IV.9. Agregados monetarios y crediticios: T_{12}^1	106
Gráfico IV.10. Curva de rendimientos por plazos.....	108

	<i>Páginas</i>
Gráfico IV.11. Evolución de la rentabilidad en los mercados de valores	108
Gráfico IV.12. Evolución del coste medio del endeudamiento del Estado	112
Gráfico IV.13. Deuda del Estado en circulación	112
Gráfico IV.14. Inversión crediticia: rendimiento medio y tipo medio ponderado de las nuevas operaciones.....	117
Gráfico IV.15. Evolución del riesgo de insolvencia. Activos dudosos/total crédito	119
Gráfico IV.16. Acreedores sector privado no financiero: coste medio y tipo nuevas operaciones	119
Gráfico IV.17. Capacidad de financiación del sector privado y ciclo económico.....	121
Gráfico IV.18. La riqueza financiera del sector privado	122
Gráfico IV.19. Determinantes de la capacidad de financiación de las empresas no financieras (% del PIB)	122
Gráfico IV.20. Determinantes de la capacidad de financiación de las familias (% del PIB) .	124
Gráfico IV.21. Créditos concedidos por bancos y cajas de ahorros, clasificados por finalidades.....	128
Gráfico IV.22. Entradas y salidas de capital: composición	131
Gráfico IV.23. Inversiones extranjeras en valores públicos y operaciones del sistema crediticio	133

Índice de recuadros

	<i>Páginas</i>
Recuadro I.1. La crisis internacional del mercado de bonos	15
Recuadro I.2. El deterioro comparativo de las finanzas públicas españolas con respecto a la Unión Europea	17
Recuadro I.3. El nuevo esquema de política monetaria	21
Recuadro II.1. Productividad, empleo y ciclo económico	33
Recuadro II.2. El ahorro mundial: evolución y perspectivas	43
Recuadro II.3. Factores explicativos de la debilidad del dólar	45
Recuadro III.1. Contribución del sector público a la variación de la renta disponible de las familias	55
Recuadro III.2. Fluctuaciones cíclicas del empleo	67
Recuadro III.3. Migraciones regionales y mercado de trabajo	71
Recuadro III.4. Los resultados de las empresas de la CBT en 1994	77
Recuadro IV.1. Estabilidad de la demanda de ALP	91
Recuadro IV.2. Países con objetivos directos de inflación	103
Recuadro IV.3. El nuevo marco de relaciones del Tesoro con el Banco de España y la financiación del Estado	111
Recuadro IV.4. Capacidad de financiación de las empresas y ciclo económico	123
Recuadro IV.5. Costes financieros y financiación empresarial	125

PUBLICACIONES
DEL BANCO DE ESPAÑA

PUBLICACIONES PERIÓDICAS

INFORME ANUAL (ediciones en español e inglés)

CUENTAS FINANCIERAS DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA (anual)

BALANZA DE PAGOS DE ESPAÑA (ediciones en español e inglés) (anual)

INFORME SOBRE LA INFLACIÓN (ediciones en español e inglés) (semestral)

BOLETÍN ECONÓMICO (mensual)

ECONOMIC BULLETIN (trimestral)

BOLETÍN ESTADÍSTICO (mensual)

BOLETÍN ESTADÍSTICO E INDICADORES ECONÓMICOS. Disquetes (mensual)

BOLETÍN DE ANOTACIONES EN CUENTA (diario)

MONOGRAFÍA ANUAL

INDICADORES ECONÓMICOS (decenal)

CIRCULARES A ENTIDADES DE CRÉDITO

REGISTROS DE ENTIDADES (anual)

REGISTROS DE ENTIDADES. Disquetes (mensual)

ESTUDIOS ECONÓMICOS (SERIE AZUL)

38. FERNANDO GUTIÉRREZ Y EDUARDO FERNÁNDEZ: La empresa española y su financiación (1963-1982). (Análisis elaborado a partir de una muestra de 21 empresas cotizadas en Bolsa) (1985).
39. PEDRO MARTÍNEZ MÉNDEZ: Los gastos financieros y los resultados empresariales en condiciones de inflación (1986).
40. IGNACIO MAULEÓN, JOSÉ PÉREZ FERNÁNDEZ Y BEATRIZ SANZ: Los activos de caja y la oferta de dinero (1986).
41. MARÍA DOLORES GRANDAL MARTÍN: Mecanismos de formación de expectativas en mercados con retardo fijo de oferta: el mercado de la patata en España (1986).
42. J. RUIZ-CASTILLO: La medición de la pobreza y de la desigualdad en España, 1980-1981 (1987).
43. I. ARGIMÓN MAZA Y J. MARÍN ARCAS: La progresividad de la imposición sobre la renta (1989).
44. ANTONIO ROSAS CERVANTES: El Sistema Nacional de Compensación Electrónica (1991).
45. MARÍA TERESA SASTRE DE MIGUEL: La determinación de los tipos de interés activos y pasivos de bancos y cajas de ahorro (1991).
46. JOSÉ MANUEL GONZÁLEZ-PÁRAMO: Imposición personal e incentivos fiscales al ahorro en España (1991).
47. PILAR ÁLVAREZ Y CRISTINA IGLESIAS-SARRIA: La banca extranjera en España en el período 1978-1990 (1992).
48. JUAN LUIS VEGA: El papel del crédito en el mecanismo de transmisión monetaria (1992).

49. CARLOS CHULIÁ: Mercado español de pagarés de empresa (1992).
50. MIGUEL PELLICER: Los mercados financieros organizados en España (1992).
51. ELOÍSA ORTEGA: La inversión extranjera directa en España (1986-1990) (1992).
52. ALBERTO CABRERO, JOSÉ LUIS ESCRIVÁ Y TERESA SASTRE: Ecuaciones de demanda para los nuevos agregados monetarios (1992). (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)

ESTUDIOS DE HISTORIA ECONÓMICA (SERIE ROJA)

13. ANTONIO GÓMEZ MENDOZA: Ferrocarril y mercado interior en España (1874-1913). Vol. II: Manufacturas textiles, materias textiles, minerales, combustibles y metales (vol. extra) (1985).
14. ESTEBAN HERNÁNDEZ ESTEVE: Establecimiento de la partida doble en las cuentas centrales de la Real Hacienda de Castilla (1592). Vol. I: Pedro Luis de Torregrosa, primer contador del libro de caja (vol. extra) (1986).
15. ESPERANZA FRAX ROSALES: El mercado interior y los principales puertos, 1857-1920 (1987).
16. ESTEBAN HERNÁNDEZ ESTEVE: Contribución al estudio de las ordenanzas de los Reyes Católicos sobre la Contaduría Mayor de Hacienda y sus oficios (vol. extra) (1988).
17. ALONSO DE OJEDA EISELEY: Índice de precios en España en el período 1913-1987 (1988).
18. ALEJANDRO ARIZCUN: Series navarras de precios de cereales, 1589-1841 (1989).
19. FRANCISCO COMÍN: Las cuentas de la hacienda preliberal en España (1800-1855) (1990).
20. CARLOS ALBERTO GONZÁLEZ SÁNCHEZ: Repatriación de capitales del virreinato del Perú en el siglo XVI (1991).
21. GASPAS FELIU: Precios y salarios en la Cataluña moderna. Vol. I: Alimentos (1991).
22. GASPAS FELIU: Precios y salarios en la Cataluña moderna. Vol. II: Combustibles, productos manufacturados y salarios (1991).
23. ESTEBAN HERNÁNDEZ ESTEVE: Noticia del abastecimiento de carne en la ciudad de Burgos (1536-1537) (1992).
24. ANTONIO TENA JUNGUITO: Las estadísticas históricas del comercio internacional: fiabilidad y comparabilidad (1992).
25. MARÍA JESÚS FUENTE: Finanzas y ciudades. El tránsito del siglo XV al XVI (1992).
26. HERNÁN ASDRÚBAL SILVA: El Comercio entre España y el Río de la Plata (1778-1810) (1993).
27. JOHN ROBERT FISHER: El Comercio entre España e Hispanoamérica (1797-1820) (1993).
28. BEATRIZ CÁRCELES DE GEA: Fraude y administración fiscal en Castilla. La Comisión de Millones (1632-1658): Poder fiscal y privilegio jurídico-político (1994).
29. PEDRO TEDDE Y CARLOS MARICHAL (coords.): La formación de los bancos centrales en España y América Latina (siglos XIX y XX). Vol. I: España y México (1994).
30. PEDRO TEDDE Y CARLOS MARICHAL (coords.): La formación de los bancos centrales en España y América Latina (siglos XIX y XX). Vol. II: Suramérica y el Caribe (1994).

Nota: La relación completa de cada serie figura en el Catálogo de Publicaciones.

DOCUMENTOS DE TRABAJO

- 8801 AGUSTÍN MARAVALL: Two papers on ARIMA signal extraction.
- 8802 JUAN JOSÉ CAMIO Y JOSÉ RODRÍGUEZ DE PABLO: El consumo de alimentos no elaborados en España: Análisis de la información de MERCASA.
- 8803 AGUSTÍN MARAVALL AND DANIEL PEÑA: Missing Observations in Time Series and the «DUAL» Autocorrelation Function.
- 8804 JOSÉ VIÑALS: The EMS, Spain and macroeconomic policy.
- 8806 ANTONI ESPASA: El perfil de crecimiento de un fenómeno económico.
- 8807 PABLO MARTÍN ACEÑA: Una estimación de los principales agregados monetarios en España: 1940-1962.
- 8808 RAFAEL REPULLO: Los efectos económicos de los coeficientes bancarios: un análisis teórico.
- 8901 M^a DE LOS LLANOS MATEA ROSA: Funciones de transferencia simultáneas del índice de precios al consumo de bienes elaborados no energéticos.
- 8902 JUAN J. DOLADO: Cointegración: una panorámica.
- 8903 AGUSTÍN MARAVALL: La extracción de señales y el análisis de coyuntura.
- 8904 E. MORALES, A. ESPASA Y M. L. ROJO: Métodos cuantitativos para el análisis de la actividad industrial española. (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 9001 JESÚS ALBARRACÍN Y CONCHA ARTOLA: El crecimiento de los salarios y el deslizamiento salarial en el período 1981 a 1988.
- 9002 ANTONI ESPASA, ROSA GÓMEZ-CHURRUCA Y JAVIER JAREÑO: Un análisis econométrico de los ingresos por turismo en la economía española.
- 9003 ANTONI ESPASA: Metodología para realizar el análisis de la coyuntura de un fenómeno económico. (Publicada una edición en inglés con el mismo número.) Agotado en español.
- 9005 JUAN J. DOLADO, TIM JENKINSON AND SIMON SOSVILLA-RIVERO: Cointegration and unit roots: A survey.
- 9006 SAMUEL BENTOLILA AND JUAN J. DOLADO: Mismatch and Internal Migration in Spain, 1962-1986.
- 9007 JUAN J. DOLADO, JOHN W. GALBRAITH AND ANINDYA BANERJEE: Estimating euler equations with integrated series.
- 9008 ANTONI ESPASA Y DANIEL PEÑA: Los modelos ARIMA, el estado de equilibrio en variables económicas y su estimación. (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 9009 JUAN J. DOLADO AND JOSÉ VIÑALS: Macroeconomic policy, external targets and constraints: the case of Spain.
- 9010 ANINDYA BANERJEE, JUAN J. DOLADO AND JOHN W. GALBRAITH: Recursive and sequential tests for unit roots and structural breaks in long annual GNP series.
- 9011 PEDRO MARTÍNEZ MÉNDEZ: Nuevos datos sobre la evolución de la peseta entre 1900 y 1936. Información complementaria.
- 9102 JAVIER VALLÉS: Aggregate investment in a growth model with adjustment costs.
- 9103 JUAN J. DOLADO: Asymptotic distribution theory for econometric estimation with integrated processes: a guide.
- 9106 JUAN AYUSO: Los efectos de la entrada de la peseta en el SME sobre la volatilidad de las variables financieras españolas. (Publicada una edición en inglés con el mismo número.) Agotado en español.
- 9107 JUAN J. DOLADO Y JOSÉ LUIS ESCRIVÁ: La demanda de dinero en España: definiciones amplias de liquidez. (Publicada una edición en inglés con el mismo número.) Agotado en español.
- 9109 SOLEDAD NÚÑEZ: Los mercados derivados de la deuda pública en España: marco institucional y funcionamiento.
- 9110 ISABEL ARGIMÓN Y JOSÉ M^a ROLDÁN: Ahorro, inversión y movilidad internacional del capital en los países de la CE. (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 9111 JOSÉ LUIS ESCRIVÁ Y ROMÁN SANTOS: Un estudio del cambio de régimen en la variable instrumental del control monetario en España. (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 9112 CARLOS CHULIÁ: El crédito interempresarial. Una manifestación de la desintermediación financiera.
- 9113 IGNACIO HERNANDO Y JAVIER VALLÉS: Inversión y restricciones financieras: evidencia en las empresas manufactureras españolas.
- 9114 MIGUEL SEBASTIÁN: Un análisis estructural de las exportaciones e importaciones españolas: evaluación del período 1989-91 y perspectivas a medio plazo.
- 9115 PEDRO MARTÍNEZ MÉNDEZ: Intereses y resultados en pesetas constantes.
- 9116 ANA R. DE LAMO Y JUAN J. DOLADO: Un modelo del mercado de trabajo y la restricción de oferta en la economía española.
- 9117 JUAN LUIS VEGA: Tests de raíces unitarias: aplicación a series de la economía española y al análisis de la velocidad de circulación del dinero (1964-1990).
- 9118 JAVIER JAREÑO Y JUAN CARLOS DELRIEU: La circulación fiduciaria en España: distorsiones en su evolución.
- 9119 JUAN AYUSO HUERTAS: Intervenciones esterilizadas en el mercado de la peseta: 1978-1991.
- 9120 JUAN AYUSO, JUAN J. DOLADO Y SIMÓN SOSVILLA-RIVERO: Eficiencia en el mercado a plazo de la peseta.
- 9121 JOSÉ M. GONZÁLEZ-PÁRAMO, JOSÉ M. ROLDÁN AND MIGUEL SEBASTIÁN: Issues on Fiscal Policy in Spain.
- 9201 PEDRO MARTÍNEZ MÉNDEZ: Tipos de interés, impuestos e inflación.
- 9202 VÍCTOR GARCÍA-VAQUERO: Los fondos de inversión en España.
- 9203 CÉSAR ALONSO Y SAMUEL BENTOLILA: La relación entre la inversión y la «Q de Tobin» en las empresas industriales españolas. (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 9204 CRISTINA MAZÓN: Márgenes de beneficio, eficiencia y poder de mercado en las empresas españolas.
- 9205 CRISTINA MAZÓN: El margen precio-coste marginal en la encuesta industrial: 1978-1988.
- 9206 FERNANDO RESTOY: Intertemporal substitution, risk aversion and short term interest rates.
- 9207 FERNANDO RESTOY: Optimal portfolio policies under time-dependent returns.
- 9208 FERNANDO RESTOY AND GEORG MICHAEL ROCKINGER: Investment incentives in endogenously growing economies.
- 9209 JOSÉ M. GONZÁLEZ-PÁRAMO, JOSÉ M. ROLDÁN Y MIGUEL SEBASTIÁN: Cuestiones sobre política fiscal en España.

- 9210 ÁNGEL SERRAT TUBERT: Riesgo, especulación y cobertura en un mercado de futuros dinámico.
- 9211 SOLEDAD NÚÑEZ RAMOS: FRAS, futuros y opciones sobre el MIBOR.
- 9212 FEDERICO J. SÁEZ: El funcionamiento del mercado de deuda pública anotada en España.
- 9213 JAVIER SANTILLÁN: La idoneidad y asignación del ahorro mundial.
- 9214 MARÍA DE LOS LLANOS MATEA: Contrastes de raíces unitarias para series mensuales. Una aplicación al IPC.
- 9215 ISABEL ARGIMÓN, JOSÉ MANUEL GONZÁLEZ-PÁRAMO Y JOSÉ MARÍA ROLDÁN: Ahorro, riqueza y tipos de interés en España.
- 9216 JAVIER AZCÁRATE AGUILAR-AMAT: La supervisión de los conglomerados financieros.
- 9217 OLYMPIA BOVER: Un modelo empírico de la evolución de los precios de la vivienda en España (1976-1991). (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 9218 JEROEN J. M. KREMERS, NEIL R. ERICSSON AND JUAN J. DOLADO: The power of cointegration tests.
- 9219 LUIS JULIÁN ÁLVAREZ, JUAN CARLOS DELRIEU Y JAVIER JAREÑO: Tratamiento de predicciones conflictivas: empleo eficiente de información extra-muestral. (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 9220 FERNANDO C. BALLABRIGA Y MIGUEL SEBASTIÁN: Déficit público y tipos de interés en la economía española: ¿existe evidencia de causalidad?
- 9221 FERNANDO RESTOY: Tipos de interés y disciplina fiscal en uniones monetarias. (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 9222 ANUEL ARELLANO: Introducción al análisis econométrico con datos de panel.
- 9223 ÁNGEL SERRAT: Diferenciales de tipos de interés ONSHORE/OFFSHORE y operaciones SWAP.
- 9224 ÁNGEL SERRAT: Credibilidad y arbitraje de la peseta en el SME.
- 9225 JUAN AYUSO Y FERNANDO RESTOY: Eficiencia y primas de riesgo en los mercados de cambio. (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 9226 LUIS J. ÁLVAREZ, JUAN C. DELRIEU Y ANTONI ESPASA: Aproximación lineal por tramos a comportamientos no lineales: estimación de señales de nivel y crecimiento.
- 9227 IGNACIO HERNANDO Y JAVIER VALLÉS: Productividad, estructura de mercado y situación financiera.
- 9228 ÁNGEL ESTRADA GARCÍA: Una función de consumo de bienes duraderos.
- 9229 JUAN J. DOLADO AND SAMUEL BENTOLILA: Who are the insiders? Wage setting in spanish manufacturing firms.
- 9301 EMILIANO GONZÁLEZ MOTA: Políticas de estabilización y límites a la autonomía fiscal en un área monetaria y económica común.
- 9302 ANINDYA BANERJEE, JUAN J. DOLADO AND RICARDO MESTRE: On some simple tests for cointegration: the cost of simplicity.
- 9303 JUAN AYUSO Y JUAN LUIS VEGA: Agregados monetarios ponderados: el caso español. (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 9304 ÁNGEL LUIS GÓMEZ JIMÉNEZ: Indicadores de la política fiscal: una aplicación al caso español.
- 9305 ÁNGEL ESTRADA Y MIGUEL SEBASTIÁN: Una serie de gasto en bienes de consumo duradero.
- 9306 JESÚS BRIONES, ÁNGEL ESTRADA E IGNACIO HERNANDO: Evaluación de los efectos de reformas en la imposición indirecta.
- 9307 JUAN AYUSO, MARÍA PÉREZ JURADO Y FERNANDO RESTOY: Indicadores de credibilidad de un régimen cambiario: el caso de la peseta en el SME. (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 9308 CRISTINA MAZÓN: Regularidades empíricas de las empresas industriales españolas: ¿existe correlación entre beneficios y participación?
- 9309 JUAN DOLADO, ALESSANDRA GORIA AND ANDREA ICHINO: Immigration and growth in the host country.
- 9310 AMPARO RICARDO RICARDO: Series históricas de contabilidad nacional y mercado de trabajo para la CE y EEUU: 1960-1991.
- 9311 FERNANDO RESTOY AND G. MICHAEL ROCKINGER: On stock market returns and returns on investment.
- 9312 JESÚS SAURINA SALAS: Indicadores de solvencia bancaria y contabilidad a valor de mercado.
- 9313 ISABEL ARGIMÓN, JOSÉ MANUEL GONZÁLEZ-PÁRAMO, MARÍA JESÚS MARTÍN Y JOSÉ MARÍA ROLDÁN: Productividad e infraestructuras en la economía española. (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 9314 FERNANDO BALLABRIGA, MIGUEL SEBASTIÁN AND JAVIER VALLÉS: interdependence of EC economies: A VAR approach.
- 9315 ISABEL ARGIMÓN Y MARÍA JESÚS MARTÍN: Serie de «stock» de infraestructuras del Estado y de las Administraciones Públicas en España.
- 9316 P. MARTÍNEZ MÉNDEZ: Fiscalidad, tipos de interés y tipo de cambio.
- 9317 P. MARTÍNEZ MÉNDEZ: Efectos sobre la política económica española de una fiscalidad distorsionada por la inflación.
- 9318 PABLO ANTOLÍN AND OLYMPIA BOVER: Regional Migration in Spain: The effect of Personal Characteristics and of Unemployment, Wage and House Price Differentials Using Pooled Cross-Sections.
- 9319 SAMUEL BENTOLILA Y JUAN J. DOLADO: La contratación temporal y sus efectos sobre la competitividad.
- 9320 LUIS JULIÁN ÁLVAREZ, JAVIER JAREÑO Y MIGUEL SEBASTIÁN: Salarios públicos, salarios privados e inflación dual.
- 9321 ANA REVENGA: Credibilidad y persistencia de la inflación en el Sistema Monetario Europeo. (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 9322 MARÍA PÉREZ JURADO Y JUAN LUIS VEGA: Paridad del poder de compra: un análisis empírico. (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 9323 IGNACIO HERNANDO Y JAVIER VALLÉS: Productividad sectorial: comportamiento cíclico en la economía española.
- 9324 JUAN J. DOLADO, MIGUEL SEBASTIÁN AND JAVIER VALLÉS: Cyclical patterns of the Spanish economy.
- 9325 JUAN AYUSO Y JOSÉ LUIS ESCRIVÁ: La evolución del control monetario en España.
- 9326 ALBERTO CABRERO E ISABEL SÁNCHEZ GARCÍA: Métodos de predicción de los agregados monetarios.
- 9327 CRISTINA MAZÓN: Is profitability related to market share? An intra-industry study in Spanish manufacturing.

- 9328 ESTHER GORDO Y PILAR L'HOTELLERIE: La competitividad de la industria española en una perspectiva macroeconómica.
- 9329 ANA BUISÁN Y ESTHER GORDO: El saldo comercial no energético español: determinantes y análisis de simulación (1964-1992).
- 9330 MIGUEL PELLICER: Functions of the Banco de España: An historical perspective.
- 9401 CARLOS OCAÑA, VICENTE SALAS Y JAVIER VALLÉS: Un análisis empírico de la financiación de la pequeña y mediana empresa manufacturera española: 1983-1989.
- 9402 P. G. FISHER AND J. L. VEGA: An empirical analysis of M4 in the United Kingdom.
- 9403 J. AYUSO, A. G. HALDANE AND F. RESTOY: Volatility transmission along the money market yield curve.
- 9404 GABRIEL QUIRÓS: El mercado británico de deuda pública.
- 9405 LUIS J. ÁLVAREZ AND FERNANDO C. BALLABRIGA: BVAR models in the context of cointegration: A Monte Carlo experiment.
- 9406 JUAN JOSÉ DOLADO, JOSÉ MANUEL GONZÁLEZ-PÁRAMO Y JOSÉ M^a ROLDÁN: Convergencia económica entre las provincias españolas: evidencia empírica (1955-1989)
- 9407 ÁNGEL ESTRADA E IGNACIO HERNANDO: La inversión en España: un análisis desde el lado de la oferta.
- 9408 ÁNGEL ESTRADA GARCÍA, M^a TERESA SASTRE DE MIGUEL Y JUAN LUIS VEGA CROISSIER: El mecanismo de transmisión de los tipos de interés: el caso español.
- 9409 PILAR GARCÍA PEREA Y RAMÓN GÓMEZ: Elaboración de series históricas de empleo a partir de la Encuesta de Población Activa (1964-1992).
- 9410 F. J. SÁEZ PÉREZ DE LA TORRE, J. M^a SÁNCHEZ SÁEZ Y M^a T. SASTRE DE MIGUEL: Los mercados de operaciones bancarias en España: especialización productiva y competencia.
- 9411 OLYMPIA BOVER AND ÁNGEL ESTRADA: Durable consumption and house purchases: Evidence from Spanish panel data.
- 9412 JOSÉ VIÑALS: Building a Monetary Union in Europe: is it worthwhile, where do we stand, and where are we going?
- 9413 CARLOS CHULIÁ: Los sistemas financieros nacionales y el espacio financiero europeo.
- 9414 JOSÉ LUIS ESCRIVÁ Y ANDREW G. HALDANE: El mecanismo de transmisión de los tipos de interés en España: estimación basada en desagregaciones sectoriales. (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 9415 M^a DE LOS LLANOS MATEA Y ANA VALENTINA REGIL: Métodos para la extracción de señales y para la trimestralización. Una aplicación: Trimestralización del deflactor del consumo privado nacional.
- 9416 JOSÉ ANTONIO CUENCA: Variables para el estudio del sector monetario. Agregados monetarios y crediticios, y tipos de interés sintéticos.
- 9417 ÁNGEL ESTRADA Y DAVID LÓPEZ-SALIDO: La relación entre el consumo y la renta en España: un modelo empírico con datos agregados.
- 9418 JOSÉ M. GONZÁLEZ MÍNGUEZ: Una aplicación de los indicadores de discrecionalidad de la política fiscal a los países de la UE.
- 9419 JUAN AYUSO, MARÍA PÉREZ JURADO Y FERNANDO RESTOY: ¿Se ha incrementado el riesgo cambiario en el SME tras la ampliación de bandas?
- 9420 SIMÓN MILNER AND DAVID METCALF: Spanish pay setting institutions and performance outcomes.
- 9421 JAVIER SANTILLÁN: El SME, los mercados de divisas y la transición hacia la Unión Monetaria.
- 9422 JUAN LUIS VEGA: ¿Es estable la función de demanda a largo plazo de ALP? (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 9423 GABRIEL QUIRÓS: El mercado italiano de deuda pública.
- 9424 ISABEL ARGIMÓN, JOSÉ MANUEL GONZÁLEZ-PÁRAMO Y JOSÉ MARÍA ROLDÁN: Inversión privada, gasto público y efecto expulsión: evidencia para el caso español.
- 9425 CHARLES GOODHART AND JOSÉ VIÑALS: Strategy and tactics of monetary policy: Examples from Europe and the Antipodes.
- 9426 CARMEN MELCÓN: Estrategias de política monetaria basadas en el seguimiento directo de objetivos de inflación. Las experiencias de Nueva Zelanda, Canadá, Reino Unido y Suecia.
- 9427 OLYMPIA BOVER AND MANUEL ARELLANO: Female labour force participation in the 1980s: the case of Spain.
- 9428 JUAN MARÍA PEÑALOSA: The Spanish catching-up process: general determinants and contribution of the manufacturing industry.
- 9429 SUSANA NÚÑEZ: Perspectivas en los sistemas de pagos: una reflexión crítica.
- 9430 JOSÉ VIÑALS: ¿Es posible la convergencia en España?: En busca del tiempo perdido.
- 9501 JORGE BLÁZQUEZ Y MIGUEL SEBASTIÁN: Capital público y restricción presupuestaria gubernamental.
- 9502 ANA BUISÁN: Principales determinantes de los ingresos por turismo.
- 9503 ANA BUISÁN Y ESTHER GORDO: La protección nominal como factor determinante de las importaciones de bienes.
- 9504 RICARDO MESTRE: A macroeconomic evaluation of the Spanish monetary policy transmission mechanism.
- 9505 FERNANDO RESTOY AND ANA REVENGA: Optimal exchange rate flexibility in an economy with intersectoral rigidities and nontraded goods.
- 9506 ÁNGEL ESTRADA Y JAVIER VALLÉS: Inversión y costes financieros: evidencia en España con datos de panel. (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 9507 FRANCISCO ALONSO: La modelización de la volatilidad del mercado bursátil español.
- 9508 FRANCISCO ALONSO Y FERNANDO RESTOY: La remuneración de la volatilidad en el mercado español de renta variable.
- 9509 FERNANDO C. BALLABRIGA, MIGUEL SEBASTIÁN Y JAVIER VALLÉS: España en Europa: asimetrías reales y nominales.
- 9510 JUAN CARLOS CASADO, JUAN ALBERTO CAMPOY Y CARLOS CHULIÁ: La regulación financiera española desde la adhesión a la Unión Europea.
- 9511 JUAN LUIS DÍAZ DEL HOYO Y A. JAVIER PRADO DOMÍNGUEZ: Los FRAs como guías de las expectativas del mercado sobre tipos de interés.
- 9512 JOSÉ M^a SÁNCHEZ SÁEZ Y TERESA SASTRE DE MIGUEL: ¿Es el tamaño un factor explicativo de las diferencias entre entidades bancarias?
- 9513 JUAN AYUSO Y SOLEDAD NÚÑEZ: ¿Desestabilizan los activos derivados el mercado al contado?: La experiencia española en el mercado de deuda pública.

- 9514 M^a CRUZ MANZANO FRÍAS Y M^a TERESA SASTRE DE MIGUEL: Factores relevantes en la determinación del margen de explotación de bancos y cajas de ahorros.
- 9515 FERNANDO RESTOY AND PHILIPPE WEIL: Approximate equilibrium asset prices.
- 9516 GABRIEL QUIRÓS: El mercado francés de deuda pública.
- 9517 ANA L. REVENGA Y SAMUEL BENTOLILA: What affects the employment rate intensity of growth?
- 9518 IGNACIO IGLESIAS ARAÚZO Y JAIME ESTEBAN VELASCO: Repos y operaciones simultáneas: estudio de la normativa.

LIBROS (1)

- FELIPE RUIZ MARTÍN (Y OTROS): El Banco de España. Una historia económica (1970). Edición normal: 2.300 PTA; edición de lujo: 2.875 PTA (*).
- GABRIEL TORTELLA CASARES: La banca española en la Restauración (2 vols.) (1974). 1.000 PTA (*).
- NICOLÁS SÁNCHEZ ALBORNOZ: Los precios agrícolas durante la segunda mitad del siglo XIX. Vol. I: Trigo y cebada (1975). 500 PTA (*).
- MIGUEL ARTOLA: Los ferrocarriles en España, 1844-1943 (2 vols.) (1978). 2.000 PTA (*).
- EDUARDO MARTÍNEZ DE SALINAS Y MENDOZA: Legislación bancaria y crediticia española (1978). 1.800 PTA (*).
- MIGUEL ARTOLA: La Hacienda del Antiguo Régimen (1982) (**).
- LA ECONOMÍA ESPAÑOLA AL FINAL DEL ANTIGUO RÉGIMEN (4 vols.): I. Agricultura: Edición e introducción de Gonzalo Anes. II. Manufacturas: Edición e introducción de Pedro Tedde. III. Comercio y Colonias: Edición e introducción de Josep Fontana. IV. Instituciones: Edición e introducción de Miguel Artola (1982) (**).
- MIGUEL ARTOLA: La Hacienda del siglo XIX: progresistas y moderados (1986) (**).
- RAMÓN SANTILLÁN: Memoria Histórica sobre los Bancos Nacionales de San Carlos, Español de San Fernando, Isabel II, Nuevo de San Fernando y de España (1982). 500 PTA (*).
- GONZALO ANES, LUIS ÁNGEL ROJO, PEDRO TEDDE (Y OTROS): Historia económica y pensamiento social. Estudios en homenaje a Diego Mateo del Peral (1983) (**).
- CONGRESO SOBRE ARCHIVOS ECONÓMICOS DE ENTIDADES PRIVADAS. I. 1982. MADRID: Actas del primer

congreso sobre archivos económicos de entidades privadas (1983). 500 PTA (*).

TERESA TORTELLA CASARES: Índice de los primitivos accionistas del Banco Nacional de San Carlos (1986). 1.500 PTA (*).

JOAQUÍN MUNS: Historia de las relaciones entre España y el Fondo Monetario Internacional, 1958-1982: Veinticinco años de economía española (1986) (**).

JUAN SARDÁ DEXEUS: Escritos (1948-1980) (1987). 2.000 PTA (*).

SERVICIOS JURÍDICOS DEL BANCO DE ESPAÑA: Comentaristas a las sentencias del Tribunal Constitucional de 22 de marzo de 1988 (1988). 1.000 PTA (*).

SERVICIOS JURÍDICOS DEL BANCO DE ESPAÑA: Mercado de valores. Ley 24/1988, de 28 de julio (1988). 1.500 PTA (*).

CONGRESO SOBRE ARCHIVOS ECONÓMICOS DE ENTIDADES PRIVADAS. II. 1986. MADRID: Actas del segundo congreso sobre archivos económicos de entidades privadas (1988). 1.000 PTA (*).

PEDRO TEDDE DE LORCA: El Banco de San Carlos (1782-1829) (1988) (**).

CENTRO DE ESTUDIOS JUDICIALES Y BANCO DE ESPAÑA: Aspectos jurídicos de las crisis bancarias (respuesta del ordenamiento jurídico). Ciclo de conferencias (1988). 1.500 PTA (*).

MARÍA TERESA OLAZ NAVARRO: Inventario de los fondos del Banco de San Carlos en archivos del Estado (1989). 1.500 PTA (*).

BANCO DE ESPAÑA: Registros especiales a cargo del Banco de España. Resumen histórico de variaciones. (Años 1970 a 1989) (1990). 1.000 PTA (*).

GONZALO ANES ÁLVAREZ: Monedas hispánicas, 1475-1598 (1987). 4.000 PTA (*).

PEDRO MARTÍNEZ MÉNDEZ: Los beneficios de la banca (1970-1989) (1991). 2.000 PTA (*).

FERNANDO SERRANO MANGAS: Armadas y flotas de la plata (1620-1648) (1989). 2.000 PTA (*).

FRANCISCO DE GOYA: Tauromaquia. Catálogo comentado sobre la Tauromaquia, de Francisco de Goya, referido a una primera tirada de esta serie, propiedad del Banco de España (1994). 800 PTA (*).

SERVICIOS JURÍDICOS DEL BANCO DE ESPAÑA: Legislación de entidades de depósito y otros intermediarios financieros: normativa *autonómica* (1990). Segunda edición. 15.000 PTA (*).

BANCO DE ESPAÑA: Monedas de Oro de la Colección del Banco de España (1991). 7.692 PTA (*).

REGISTROS DE ENTIDADES: Situación al 31 de diciembre de 1994. 2.300 PTA. Hay una versión en disquete, actualizada cada mes, al precio de 1.700 PTA (*).

SERVICIOS JURÍDICOS DEL BANCO DE ESPAÑA: Legislación de Entidades de Crédito: normativa general. 3^a ed. (1994). 15.000 PTA (*).

(1) Las publicaciones marcadas con un asterisco (*) son distribuidas por el Banco de España, Sección de Publicaciones. A los precios indicados hay que añadirles el 4 % de IVA. Las publicaciones marcadas con dos asteriscos (**) son distribuidas por Alianza Editorial.

DISTRIBUCIÓN, TARIFAS Y MODALIDADES DE SUSCRIPCIÓN (1)

Todas las publicaciones pueden adquirirse en el Negociado de Distribución y Gestión (Sección de Publicaciones) del Banco de España, a excepción de aquellos libros en los que se indica otro distribuidor.

Informe anual (ediciones en español e inglés):

- España: 1.976 PTA.
- Extranjero: 2.900 PTA.

Cuentas financieras de la economía española:

- España: 1.976 PTA.
- Extranjero: 2.900 PTA.

Balanza de pagos de España (ediciones en español e inglés):

- España: 1.976 PTA.
- Extranjero: 2.900 PTA.

Informe sobre la inflación (ediciones en español e inglés):

- España: 208 PTA (1).
- Extranjero: 300 PTA.

Boletín económico y Boletín estadístico (2):

- España:
 - Suscripción al *Boletín económico* o *Boletín estadístico*: 19.760 PTA.
 - Suscripción a ambos boletines: 27.040 PTA.
 - Ejemplar suelto: 1.976 PTA.
- Extranjero:
 - Suscripción al *Boletín económico* o *Boletín estadístico*: 29.000 PTA.
 - Suscripción a ambos boletines: 45.000 PTA.
 - Ejemplar suelto: 2.900 PTA.

Economic bulletin (2):

- España:
 - Suscripción anual: 7.072 PTA.
 - Ejemplar suelto: 1.976 PTA.
- Extranjero:
 - Suscripción anual: 13.600 PTA.
 - Ejemplar suelto: 2.900 PTA.

Boletín estadístico y Boletín económico en disquete (3):

- España:
 - Suscripción anual: 130.000 PTA.
 - Disquete suelto: 12.792 PTA.
- Extranjero:
 - Suscripción anual: 145.000 PTA.
 - Disquete suelto: 15.000 PTA.

Indicadores económicos:

- España: suscripción anual: 75.920 PTA.
- Extranjero: suscripción anual: 136.000 PTA.

Boletín de anotaciones en cuenta:

- España:
 - Suscripción anual por correo: 29.744 PTA.
 - Suscripción anual por fax: 26.000 PTA.
 - Números sueltos: 208 PTA.
- Extranjero (por avión): suscripción anual: 86.200 PTA.

Manual de la Central de Anotaciones:

- España: 5.200 PTA.

Circulares a entidades de crédito:

- España: suscripción anual: 16.432 PTA.
- Extranjero: suscripción anual: 38.000 PTA.

Publicaciones de la Central de Balances:

Monografía anual: edición 1994:

- España: 1.976 PTA.

Cinta magnética normalizada (4):

- a) Cinta individual:
 - España: 4.160.000 PTA.
- b) Tarifas generales en caso de suscripciones:
 - Primer año (igual que en el caso de cintas individuales).
 - Segundo año (50 % del total de una cinta individual).
 - Tercer año y siguientes (25 % de una cinta individual).

Estudios de encargo:

Precio según presupuesto adaptado a cada petición (5).

Proyecto BACH (Bank for the Accounts of Companies Harmonised):

Cinta magnética normalizada (4):

- España: consultar a la Central de Balances.

Estudios económicos (Serie azul) y Estudios de historia económica (Serie roja):

- España:
 - Volumen normal: 832 PTA.
 - Volumen extra: 1.560 PTA.
- Extranjero:
 - Volumen normal: 1.700 PTA.
 - Volumen extra: 3.300 PTA.

Documentos de trabajo:

- España:
 - Suscripción anual: 7.280 PTA.
 - Ejemplar suelto: 312 PTA.
- Extranjero:
 - Suscripción anual: 10.000 PTA.
 - Ejemplar suelto: 430 PTA.

Documentos de trabajo (edición en inglés):

- España:
 - Ejemplar suelto: 312 PTA.
- Extranjero:
 - Ejemplar suelto: 430 PTA.

Registros de entidades (anual):

- España: 2.392 PTA.

Registros de entidades en disquetes (mensual) (6):

- España:
 - Suscripción anual: 26.000 PTA.
 - Disquete suelto: 1.768 PTA.
- Extranjero:
 - Suscripción anual: 32.500 PTA.
 - Disquete suelto: 2.700 PTA.

Ediciones varias (7).

- (1) Todas las publicaciones llevan incluido el 4 % de IVA, excepto Canarias, Ceuta y Melilla, y residentes en la Comunidad Europea que comuniquen el NIF, que están exentos.
- (2) La suscripción al *Boletín económico y/o estadístico* incluye el envío gratuito del *Informe anual*, de las *Cuentas financieras de la economía española*, de la *Balanza de pagos de España* y del *Informe sobre la inflación*. La suscripción al *Economic bulletin* incluye el envío gratuito de la edición del *Informe anual* en inglés, del *Informe sobre la inflación* en inglés y de las *Cuentas financieras de la economía española*, así como de las versiones en inglés de los Documentos de trabajo y de los Estudios económicos (serie azul). La distribución al extranjero será por vía aérea.
- (3) La suscripción al *Boletín estadístico* y *Boletín económico* en disquete incluye la información contenida en dichas publicaciones, pero con las «Series históricas» completas. La suscripción supone el envío simultáneo del correspondiente *Boletín estadístico*, del *Boletín económico* y de las especificaciones técnicas y de manejo de los disquetes.
- (4) Para solicitudes y aclaraciones adicionales sobre el ámbito de esta publicación, dirigirse al Servicio de Difusión de la Central de Balances (teléfonos 338 69 31, 338 68 60, 338 69 29 y 338 69 30, fax 338 68 80; envíos postales a c/ Alcalá, 50, 28014 Madrid).
- (5) Dirigirse al Servicio de Difusión de la Central de Balances (teléfonos 338 69 31, 338 68 60 y 338 69 29 y 338 69 30, fax 338 68 80; envíos postales a c/ Alcalá, 50, 28014 Madrid). No se acomete ningún trabajo sin la previa aceptación del presupuesto. No se atienden peticiones de empresas que hayan negado su colaboración.
- (6) La suscripción al Registro de entidades en disquetes incluye el envío gratuito del *Boletín económico* mensual.
- (7) Los precios de los libros que distribuye el Banco de España figuran a continuación de cada título. A dichos precios hay que añadirles el 4 % de IVA en las ventas al territorio peninsular y Baleares. Para envíos al extranjero, consultar precios.

Información: Banco de España. Sección de Publicaciones. Negociado de Distribución y Gestión.
Alcalá, 50. 28014 Madrid. Teléfono: 338 51 80. Fax: 338 53 20